

分析师: 刘冉

执业编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

一季度产销下滑, 见年内低点

——食品饮料行业月报

证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级 (4月28日收盘价)

投资要点:

发布日期: 2020年4月29日

公司简称	18EPS	19EPS	19PE	评级
涪陵榨菜	0.77	0.88	40.26	增持
克明面业	1.05	1.21	15.54	买入
中炬高新	0.90	1.08	44.91	增持
双汇发展	1.64	1.74	25.30	增持
安琪酵母	1.09	1.18	33.33	买入
千禾味业	0.74	0.61	53.64	买入
恒顺醋业	0.39	0.48	41.77	买入

行业运行

- 2019年1至12月, 食品制造业固定资产投资累计完成额5395.97亿元, 同比降3.7%, 降幅较三季度末进一步扩大。2020年1至2月, 食品制造业固定资产投资累计完成额300.5亿元, 同比降35.1%, 疫情影响下投资现断崖式下降。
- 2019年1至12月, 饮料制造业固定资产投资累计完成额3366.05亿元, 同比增6.3%。饮料制造业固定资产投资在2016、2017、2018年的增速分别为0.4%、-5.9%、-6.8%, 经过了22个月连续负增长, 2019年以来增速触底回升, 增势显著, 显示出产业投资回升和企业主动加库存的迹象。2020年1至2月, 饮料制造业固定资产投资累计完成额3009.25亿元, 受到疫情影响, 同比大幅下降39.2%。
- 2019年1至12月, 国内白酒产量累计785.90万千升, 同比降0.8%, 增幅较2018年的3.14%减少3.94个百分点。2019年以来, 白酒产量增长明显放缓, 直至进入负增长区间。2020年1至3月, 国内白酒产量累计785.90万千升, 同比降0.8%, 增幅较2018年的3.14%减少3.94个百分点。受疫情影响, 白酒产量较2019年进一步缩减。
- 2019年年末, 白酒库存较年初上升11.5%, 略低于2015、2016年的同期水平, 但是较2017、2018年同期大幅上升。与历史相比, 2019年年末的白酒库存也较高。除了白酒自身的库存周期在起作用外, 2020年疫情也推动了白酒库存上升。根据市场调研的情况, 经销商的渠道的库存仍然较高, 主要因为市场需求趋弱后并没有修复; 如果疫情持续下去, 预期中三季度白酒消费反弹的情形恐怕不会发生, 从而导致行业全年销售都会受到拖累。目前, 上市公司普遍采取了“不压货、不催款, 向经销商提供帮扶、加强与经销商关系”的做法, 以便更好地应对后疫情时代白酒市场的反弹。
- 茅台一批价下探。茅台一批价在春节前涨至2400元/瓶, 之后高位回落至3月份的1800至1900元/瓶, 4月份茅台一批价回升至2000元/瓶。茅台一批价的逻辑与其他白酒不尽相同: 茅台厂商始终希望将

食品饮料相对沪深300指数表现



相关报告

- 1 《食品饮料行业专题研究: 对白酒板块的复盘以及对未来行情的思考》 2020-02-23
- 2 《食品饮料行业点评报告: 2020年疫情对食品饮料板块的影响》 2020-02-03
- 3 《食品饮料行业2020年度投资策略: 心有猛虎, 细嗅蔷薇》 2019-11-22

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

茅台市场价格降下来。厂商调低茅台市场价以图长远发展的举措，在内在逻辑上，与其他白酒厂商“控量保价”的一贯举措完全不同。但是，茅台的价格对其他白酒价格具有标杆作用，茅台价格下行将会引领其他白酒价格下行。截至2020年3月，52度五粮液和52度国窖1573的一批价分别为900元/瓶和780元/瓶，较2020年1月价格分别降3.23%和8.24%。截至2020年4月，五粮液和国窖一批价分别较3月份有所回升：五粮液一批价回升10元，国窖一批价回升20元。

- 2019年1至12月，国内啤酒产量累计3765.3万千升，累计同比增1.1%，增幅较上年同期多0.6个百分点，国内啤酒产业复苏性上升的态势形成，行业竞争格局趋于良性和友好。2020年1至2月，国内啤酒产量累计315.9万千升，累计同比降40%，由于疫情的影响，啤酒产销出现断崖式下降。从36大中城市啤酒均价来看，大容量瓶装啤酒均价提升明显，已经超过小包装灌装啤酒均价。2019年9月份至今，瓶装啤酒价格略有回落，罐装啤酒价格保持稳定。整体而言，啤酒价格较为稳定，并没有受到疫情过大的冲击。
- 2019年1至12月，国内葡萄酒产量累计45.1万千升，同比下降10.2%，降幅较2018年同期进一步扩大近3个百分点。2013年以后国产葡萄酒的产量便陷入了长期的负增长，目前并无看到回转迹象。2020年1至2月，国内葡萄酒产量累计3.6万千升，同比下降67.6%，因疫情缘故遭遇断崖式下滑。
- 2019年1至12月，国内的进口葡萄酒为66.23万千升，同比下降9.2%，葡萄酒进口数量于2018年由高增长转为负增长，2019年的降幅进一步扩大。2020年1至2月，国内的进口葡萄酒为8.23万千升，同比下降30.4%，疫情影响下出现断崖式下滑。2019年至今，葡萄酒国内终端价格有不小幅度增长，其中中低档价格涨幅大于高档，估计与进口量减小有关。
- 2019年1至12月，国内乳制品产量2719.4万吨，累计同比增5.6%，12月环比增10.04%。2020年1至3月，国内乳制品产量573.8万吨，累计同比降9.8%。相比酒水行业，乳制品产量受疫情影响较小。2019年1至12月，国内乳制品的产销率为100.10%，维持较高水平，环比和同比均有上升。截至2019年12月，乳制品库存较年初下降5.5%，库存保持低位。
- 2019年1-12月，国内进口婴幼儿奶粉累计34.55万吨，同比增6.5%。2018、2019年，进口婴幼儿奶粉的增长速度整体放缓，取而代之的是国产品牌奶粉的市场崛起。截至2019年12月底，国产婴幼儿奶粉零售均价199.84元/公斤，同比涨6.89%；进口婴幼儿奶粉零售均价247.54元/公斤，同比涨6.6%。2019年，进口和国产婴幼儿奶粉均出现加速上涨的势头，这一势头在2011、2012年出现过。

- 2019年1至12月,国内鲜、冷藏肉产量为2817.5万吨,同比增0.9%,增速较上年同期大幅下降3.3个百分点。2020年1至3月,国内鲜、冷藏肉产量为538.2万吨,同比降25.1%。2020年一季度,国内鲜冷肉的产量仅占上年同期的46%。
- 由于国内猪肉供给紧张,2019年国内加大了进口猪肉数量。2019年1至12月,猪肉累计进口数量19.94亿千克,同比增67.18%,其中,西班牙、德国、丹麦、美国和加拿大是最重要的进口国。
- 2019年1至12月,国内软饮料产量达到17763.5万吨,同比增7%。软饮料行业在2019年的增长较为突出。2019年1至12月,国内软饮料的产销率为99.8%,第四季度的产销率较前三季度有所回落,全年的景气度较高。截至2019年12月,软饮料行业的库存较年初增长3.3%,行业库存在已经连续6个季度下降之后首次回升,预计行业库存在经过去库存后出现了主动加库存。

要素价格

- **猪肉** 2019年12月,国内生猪价格34.01元/千克,猪肉价格47.27元/千克,同比分别上涨156.64%、127.26%。进入2020年,猪肉价进一步上涨。截至2020年3月,国内生猪价格36.24元/千克,猪肉价格50.89元/千克,较2019年12月分别上涨6.58%、7.65%。生猪存栏量略有回升。截至2019年11月末,国内生猪存栏量1.95亿头,同比降39.77%,较三季度末略有回升。生猪出栏量降幅扩大。截至2019年年底,国内生猪出栏量5.44亿头,同比降21.57%;截至2020年一季度末,国内生猪出栏量1.31亿头,同比降30.32%。
- **生鲜乳** 截至2019年12月底,国内主产区的生鲜乳价格3.84元/公斤,同比涨6.24%;截至2020年3月底,国内主产区的生鲜乳价格3.76元/公斤,同比涨6.07%。2019年下半年以来,乳制品行业的原料成本大幅增长。
- **糖** 国内糖价进入新一轮上升周期。2019年以来,国内糖价触底回升,全年呈上行态势。截至2019年12月,南宁白砂糖现货价5727.5元/吨,较2018年同期上涨12%。2020年1、2月,糖价继续冲高,3月回落。截至2020年3月,南宁白砂糖现货价5765元/吨。糖价历史上2至2.5年的上涨周期可能会被疫情暂时打断。
- **糖蜜** 2019年二季度以后,国内糖蜜价格上涨。截至12月末,南宁糖蜜现货价835元/吨,较上年同期涨5.9%。今年上半年糖蜜价格处于低位,相关上市公司安琪酵母(600298)享有阶段性的成本红利,但是下半年糖蜜价格有望推高,公司成本也将会上升。
- **其它肉类和鸡蛋** 猪肉价格暴涨拉动其它肉类产品及鸡蛋的价格同步上升。截至2019年12月,国内猪肉批发价43.25元/公斤,同比升123.98%;国内牛肉批发价70.02元/公斤,同比升15.22%;国内

羊肉批发价 67.78 元/公斤，同比升 10.09%；国内白条鸡批发价 42.7 元/公斤，同比升 158.63%。进入 2020 年后，除鸡肉价格外，猪肉、牛肉和羊肉价格持续上涨。截至 3 月，国内猪肉、牛肉和羊肉批发价同比继续上涨 7.75%、2.53%、0.41%；鸡肉批发均价同比降 13%。截至 2019 年 12 月，国内鸡蛋价格 8.83 元/公斤，环比降 9.06%，同比升 0.46%。2019 年，鸡蛋价格前高后低：1 至 10 月上涨 38.32%，10 至 12 月下降 25.42%。进入 2020 年后，鸡蛋价格持续跌势：截至 3 月鸡蛋价格为 6.84 元/公斤，较 1 月下跌 21%。

- **蔬菜** 截至 2019 年 12 月末，国内重点监测蔬菜平均批发价为 4.7 元/公斤，同比升 23.2%，环比升 16.6%。经历了 7 个月下跌后，10 月份蔬菜价格开始回升。进入 2020 年之后，蔬菜价格开始回落。
- **麦芽** 进口麦芽是国内啤酒企业的主要原材料之一。2019 年 1 至 12 月，进口麦芽的价格指数处于偏低位置，而进口麦芽的数量指数处于历史中间位置。
- **大豆** 2019 年，进口大豆的价格下行，大豆进口数量大增，中贸易战后的反弹形态明显。2019 年 1-12 月，国内黄豆价格 前高后低，反映出进口量反弹后对国内市场的冲击。2020 年以来，可能与疫情有关，国内黄豆价格反弹至 4377 元/吨。
- **豆粕和菜粕** 2019 年以来，在生猪补栏的激发下，豆粕和菜粕价格上升。但是，在 2019 年下半年双粕价格先后向下，进入下跌期，预计是双粕的供应较为充足所致。进入 2020 年后，由于疫情的影响，双粕价格再次反弹。截至 2020 年 3 月，豆粕价格 3210.7 元/吨，菜粕价格 2485 元/吨。
- **糯米** 截至 2019 年 12 月，国内糯米批发均价 3.23 元/斤，零售价 4.39 元/斤，相比年初分别上涨 8.03%和 14.02%。截至 2020 年 3 月，国内糯米批发均价 3.33 元/斤，零售价 4.34 元/斤，相比年初分别上涨 3.1%和-1.14%。2019 年以来，糯米价格整体上涨，涨幅累计超过 10%。
- **包材** 截至 2019 年 12 月底，瓦楞纸吨价 3548.6 元/吨，较年初下降 7%；玻璃制品价格指数 100.4，较年初下降 1.5%，第四季度的下降速度放缓。2020 年以来，包材价格继续下降。截至 2020 年 3 月，瓦楞纸吨价 3406 元/吨，较年初下降 4%；玻璃制品指数 99.6，较年初下降 0.8 %。预计包材价格的下降态势将会持续贯穿 2020 年。

二级市场

- 2019 年 1 至 12 月，食品饮料板块上涨 77.61%。其中，我们年初推荐的子板块白酒、啤酒、调味品分别上涨 103.82%、44.32%和 53.76%，涨幅在各个子板块中居前四。涨幅前四中，除我们推荐的板块外，其他酒类涨幅也较大。

- 2020年1至3月，我们在年初推荐的米面、肉、乳、调味制品板块期间涨幅分别为30.78%、27.97%、-1.24%和16.76%。我们在年初规避的酒水板块，由于估值较高和疫情影响，白酒、啤酒、饮料等板块分别下跌了9.6%、8.9%、5.3%。
- 按照2019年4月27日的收盘价，食品饮料各个子板块的市盈率都已经位于高位，板块继续回调的内在动力较大。
- 我们在2019年年末曾经判断：2020年，食品饮料板块的系统性机会并不多，但是仍存在结构性机会，比如：米面、肉、乳、啤酒等板块仍值得关注。2020年一季度的行情基本验证了我们的判断。对于2020年第二季度以及下半年的投资，我们认为：板块系统性回调的趋势日趋明朗，除了估值较高外，一季报业绩将对板块施加进一步的打压，此外疫情发展至今已经超出了之前的预期。故，米面、肉制品、调味品、乳制品等板块在年内仍将会延续高景气行情，年内境内外充沛的流动性也将会助推上述板块的行情。我们继续推荐双汇发展（000895）、克明面业（002661）、安琪酵母（600298）、涪陵榨菜（002507）、中炬高新（600872）、恒顺醋业（600305）、千禾味业（603027）、伊利股份（600887）等，维持上述公司的“增持”评级。
- **风险提示：**食品饮料板块去年涨幅过大，已经聚集了系统性回调的风险，而目前回调幅度非常有限。全球流动性充沛，推涨了资产价格，同时也加大了市场风险，当货币增速放缓之后风险将会逐一暴露。

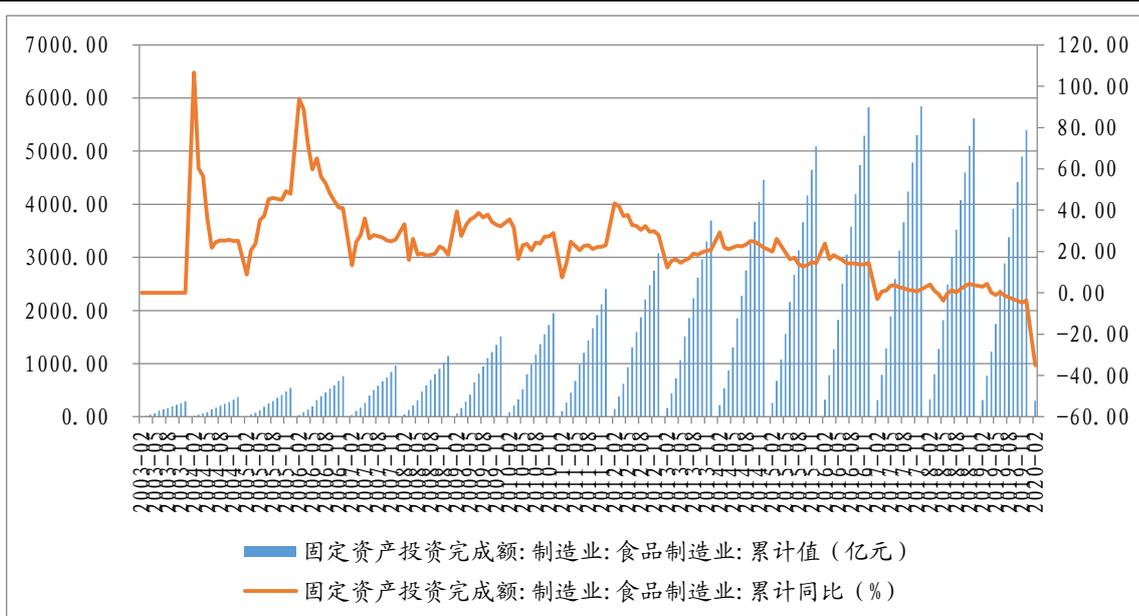
1. 行业运行情况

2019年1至12月，食品制造业固定资产投资累计完成额5395.97亿元，同比降3.7%，降幅较三季度末进一步扩大。2020年1至2月，食品制造业固定资产投资累计完成额300.5亿元，同比降35.1%，疫情影响下投资现断崖式下降。

2019年1至12月，饮料制造业固定资产投资累计完成额3366.05亿元，同比增6.3%。饮料制造业固定资产投资在2016、2017、2018年的增速分别为0.4%、-5.9%、-6.8%，经过了22个月连续负增长，2019年以来增速触底回升，增势显著，显示出产业投资回升和企业主动加库存的迹象。2020年1至2月，饮料制造业固定资产投资累计完成额3009.25亿元，受到疫情影响，同比大幅下降39.2%。

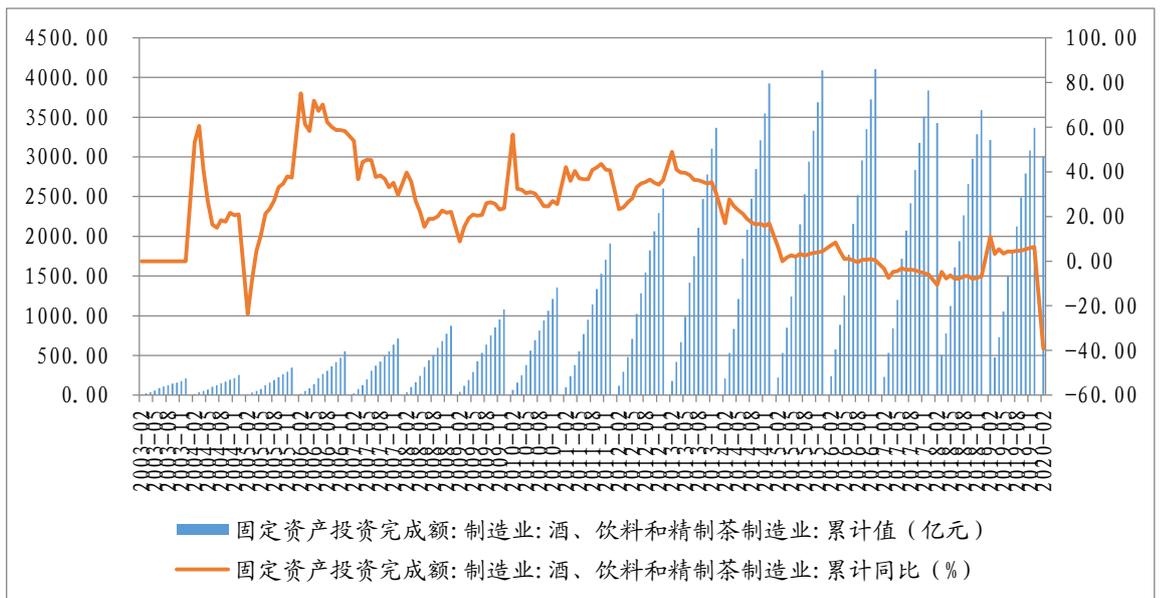
疫情对于各产业的投资活动都产生了较大的减速作用，对于全年行业的运行有着深刻的影响。

图表 1: 食品制造业固定资产投资



资料来源: 中原证券 WIND

图表 2: 饮料制造业固定资产投资



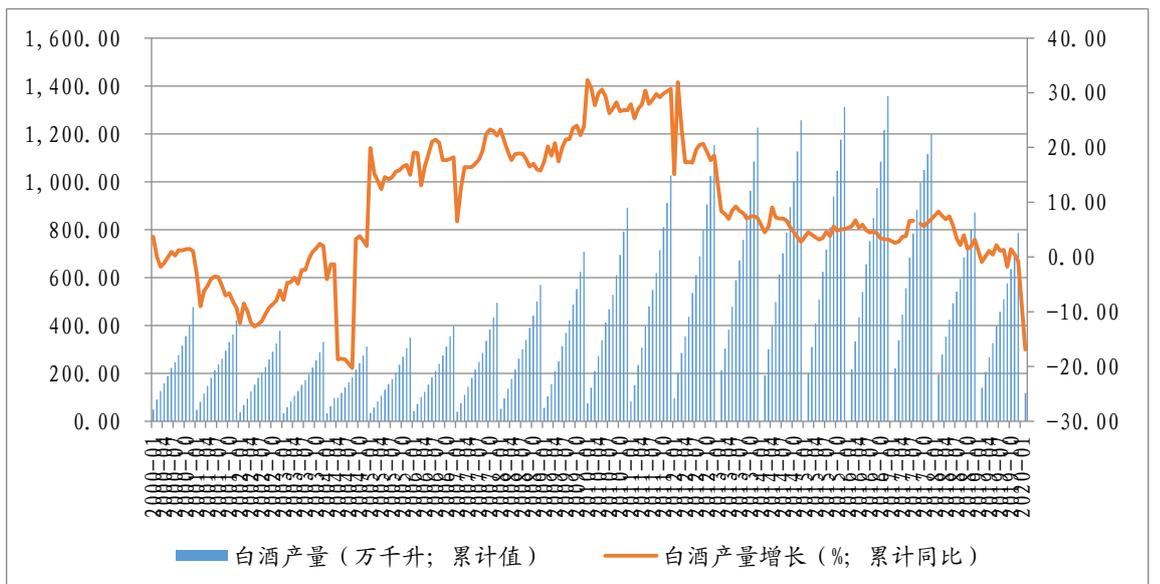
资料来源: 中原证券 WIND

1.1 白酒

2019年1至12月,国内白酒产量累计785.90万千升,同比降0.8%,增幅较2018年的3.14%减少3.94个百分点。2019年以来,白酒产量增长明显放缓,直至进入负增长区间。

2020年1至3月,国内白酒产量累计785.90万千升,同比降0.8%,增幅较2018年的3.14%减少3.94个百分点。受疫情影响,白酒产量较2019年进一步缩减。

图表 3: 国内白酒产量

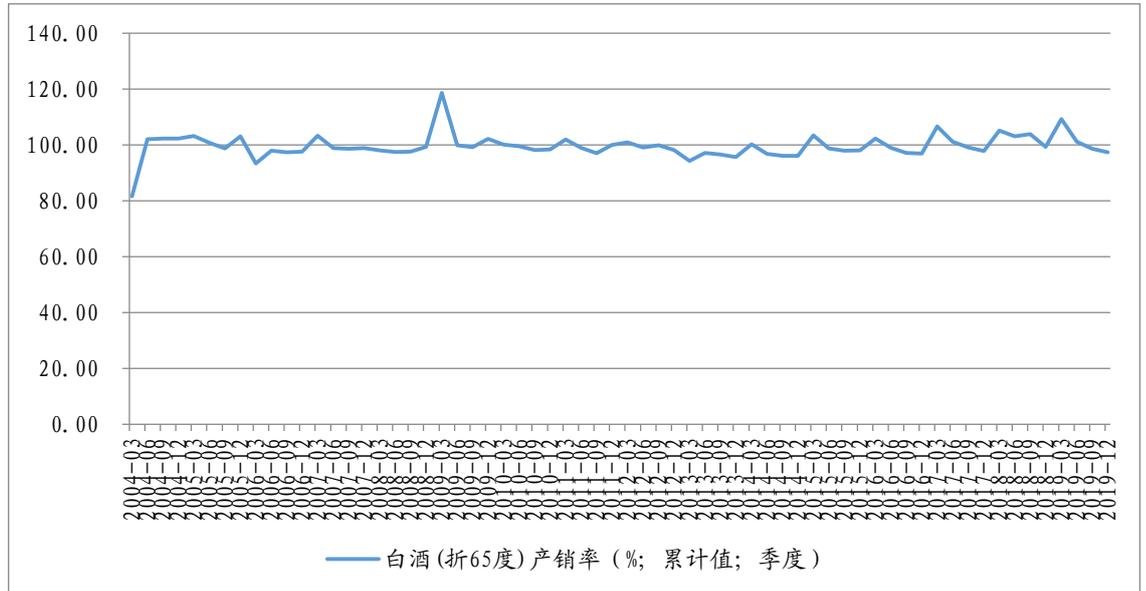


资料来源: 中原证券 WIND

2019年1至12月,白酒产销率为97.3%,较2018年同期减少2个百分点,全年产销率较

上年下滑。

图表 4: 白酒产销率

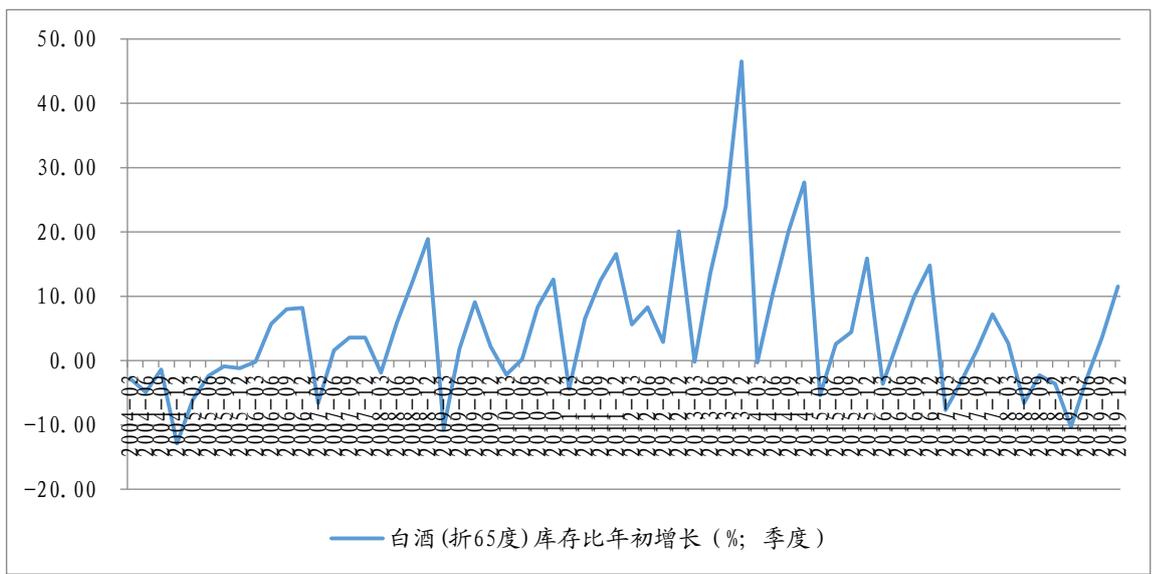


资料来源: 中原证券 WIND

2019年年末,白酒库存较年初上升11.5%,略低于2015、2016年的同期水平,但是较2017、2018年同期大幅上升。与历史相比,2019年年末的白酒库存也较高。

我们之前的判断如下:白酒经过2016、2017、2018年的恢复性增长,目前量价增长的动能都大幅减弱。有部分企业前期投入了新产能,未来可能会导致库存增加。除了白酒自身的库存周期在起作用外,2020年疫情也推动了白酒库存上升。根据市场调研的情况,经销商的渠道的库存仍然较高,主要因为市场需求趋弱后并没有修复;如果疫情持续下去,预期中三季度白酒消费反弹的情形恐怕不会发生,从而导致行业全年销售都会受到拖累。目前,上市公司普遍采取了“不压货、不催款,向经销商提供帮扶、加强与经销商关系”的做法,以便更好地应对后疫情时代白酒市场的反弹。

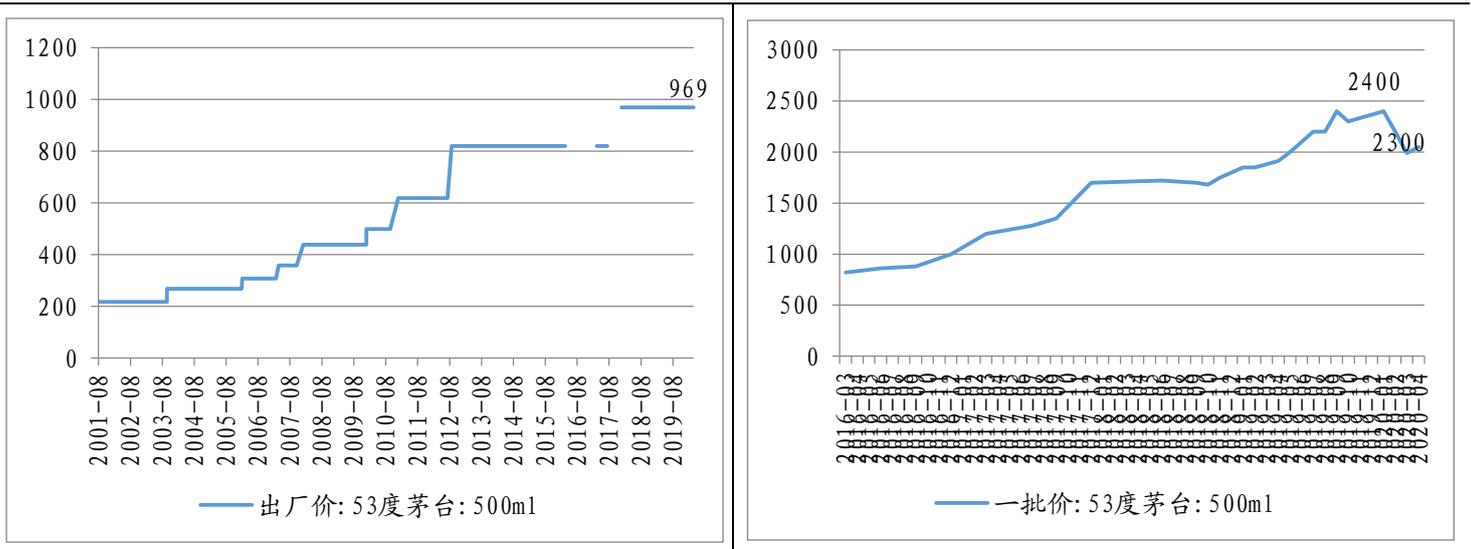
图表 5: 白酒库存较年初增长情况



资料来源: 中原证券 WIND

茅台一批价下探。茅台一批价在春节前涨至 2400 元/瓶，之后高位回落至 3 月份的 1800 至 1900 元/瓶，4 月份茅台一批价回升至 2000 元/瓶。茅台一批价的逻辑与其他白酒不尽相同：茅台厂商始终希望将茅台市场价格降下来。厂商调低茅台市场价以图长远发展的举措，在内在逻辑上，与其他白酒厂商“控量保价”的一贯举措完全不同。但是，茅台的价格对其他白酒价格具有标杆作用，茅台价格下行将会引领其他白酒价格下行。厂商调节市场价的手段包括：加大生产和发货以保持渠道库存充盈；推出 1499 元促销活动；加大商超直营；以及挤出大商的库存等。

图表 6: 茅台的出厂价和一批价

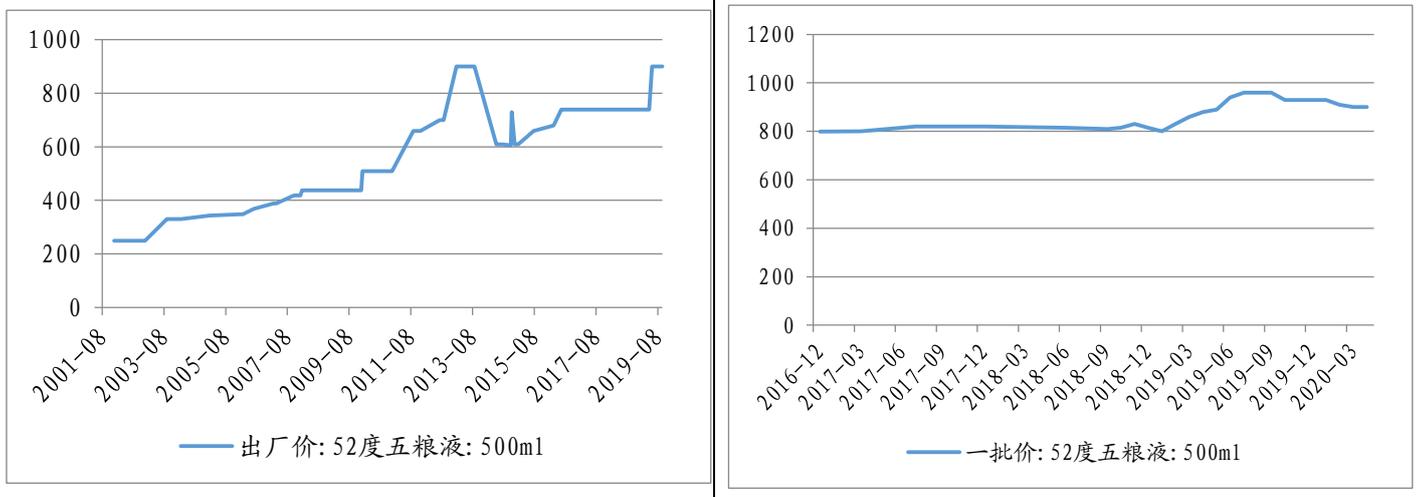


资料来源: 中原证券 WIND

截至 2020 年 3 月，52 度五粮液和 52 度国窖 1573 的一批价分别为 900 元/瓶和 780 元/

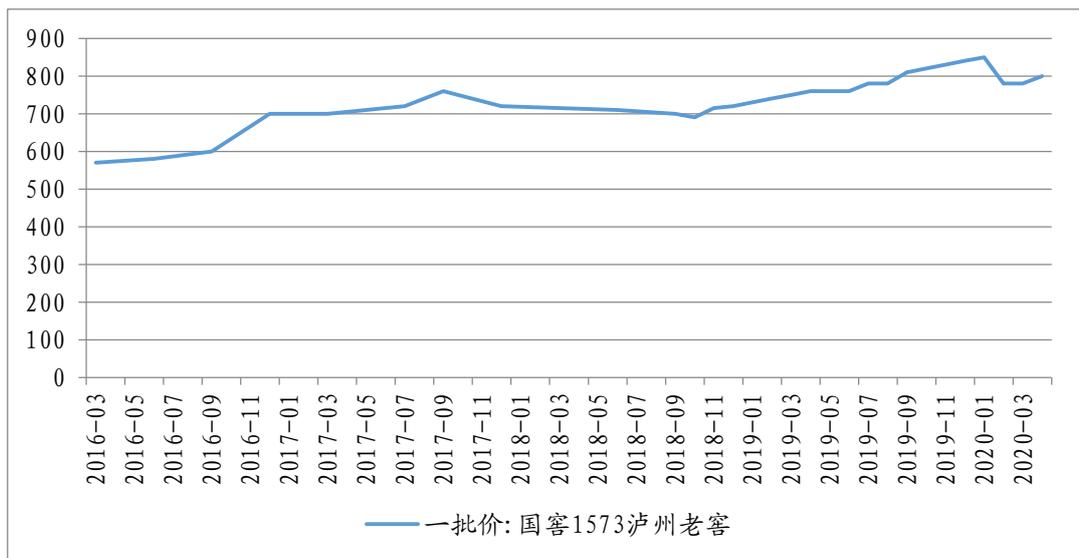
瓶，较2020年1月价格分别降3.23%和8.24%。截至2020年4月，五粮液和国窖一批价分别较3月份有所回升：五粮液一批价回升10元，国窖一批价回升20元。

图表 7: 五粮液的出厂价和一批价



资料来源: 中原证券 WIND

图表 8: 国窖 1573 的出厂价



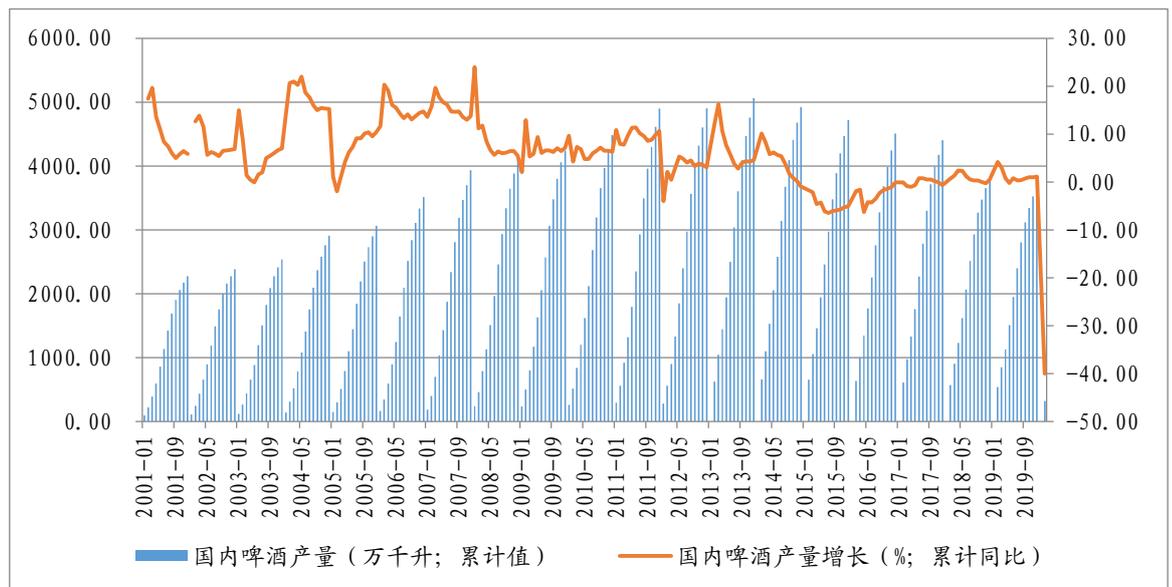
资料来源: 中原证券 WIND

1.2 啤酒

2019年1至12月，国内啤酒产量累计3765.3万千升，累计同比增1.1%，增幅较上年同期多0.6个百分点，国内啤酒产业复苏性上升的态势形成，行业竞争格局趋于良性和友好。

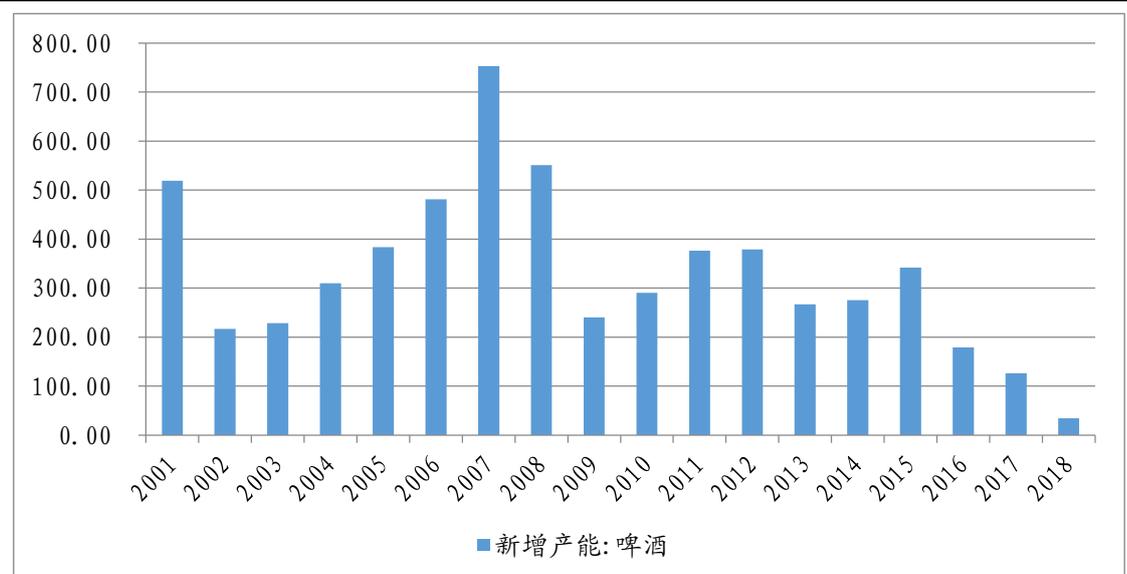
2020年1至2月，国内啤酒产量累计315.9万千升，累计同比降40%，由于疫情的影响，啤酒产销出现断崖式下降。

图表 9：国内啤酒产量



资料来源：中原证券 WIND

图表 10：国内啤酒新增产能

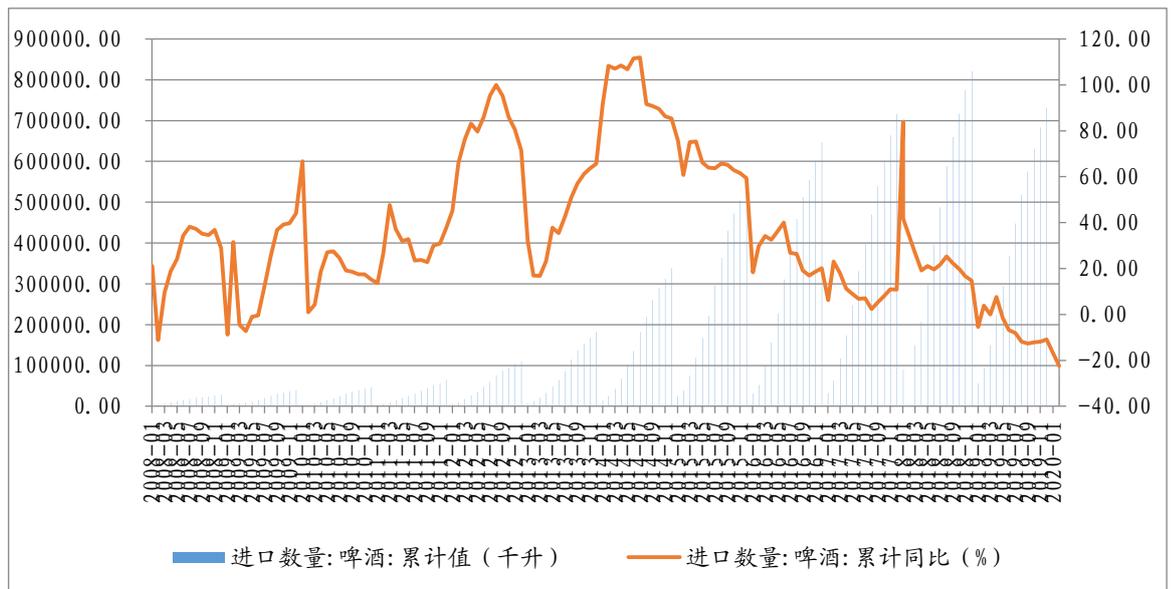


资料来源：中原证券 WIND

2019年1至12月，国内累计进口啤酒73.2万千升，同比降10.9%。2019年之后啤酒进口陷入负增长，折射出国内消费品对国外品牌的替代现象。

2020年1至2月，国内累计进口啤酒7.23万千升，同比降22.4%，保持2019年的下降势头。除了惯性下滑，仍叠加全球疫情对海上物流、通关、进口国开工率等的负面影响，共同导致进口啤酒量的大幅减少。

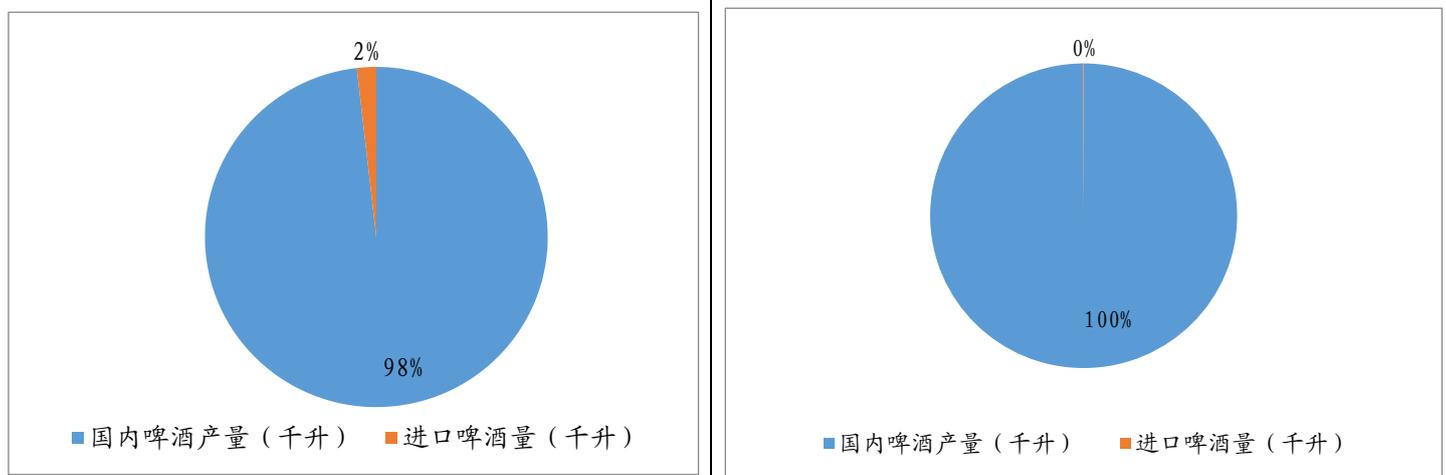
图表 11：国内啤酒进口数量



资料来源：中原证券 WIND

2018、2019年以来，进口啤酒在总消费中的占比始终维持在2%，似乎不再扩大。我们之前曾判断，由于啤酒产品对新鲜度和运输半径的高要求，进口对国产啤酒的冲击远远小于对国产葡萄酒，或者说，进口对国内啤酒行业不会产生根本性的影响。

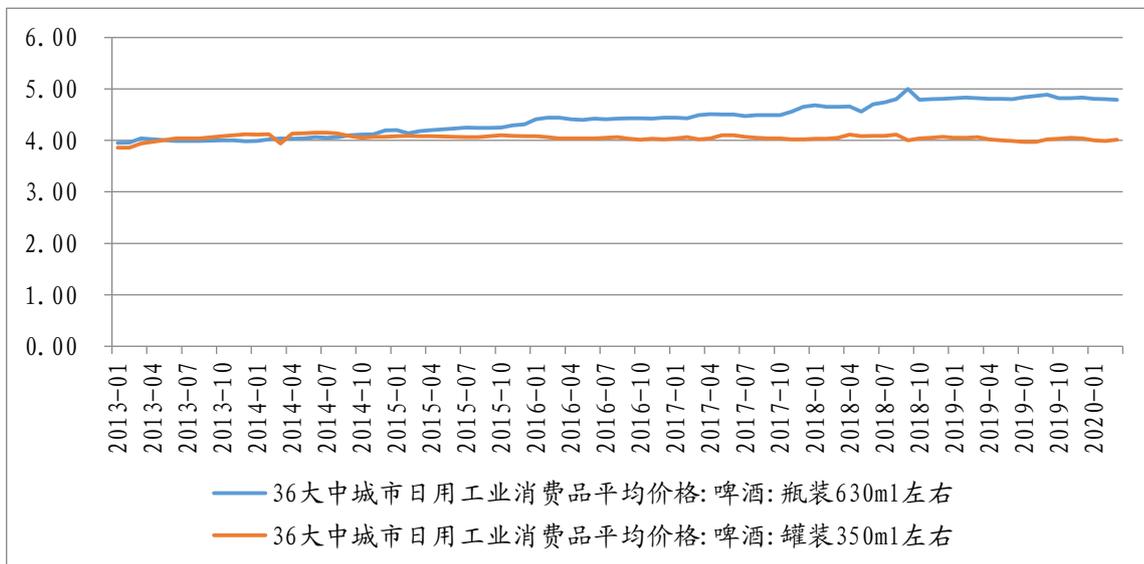
图表 12：进口啤酒占国内产量的份额（2019年1-12月，左图；2008年1至12月，右图）



资料来源：中原证券 WIND

从 36 大中城市啤酒均价来看，大容量瓶装啤酒均价提升明显，已经超过小包装灌装啤酒均价。2019 年 9 月份至今，瓶装啤酒价格略有回落，罐装啤酒价格保持稳定。整体而言，啤酒价格较为稳定，并没有受到疫情过大的冲击。

图表 13: 36 大中城市啤酒均价



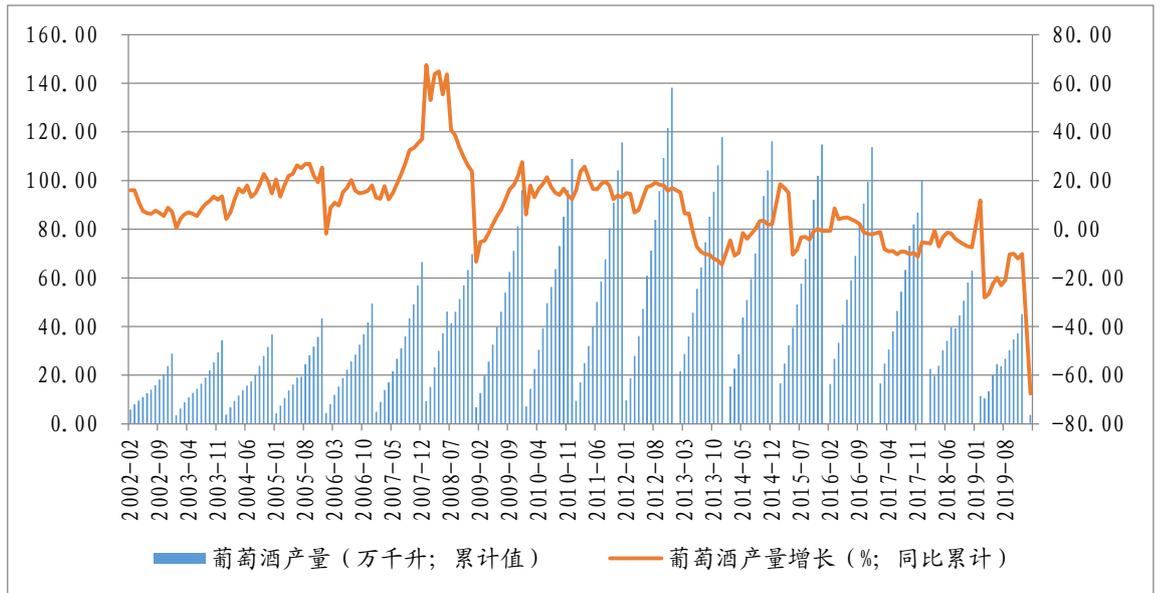
资料来源: 中原证券 WIND

1.3 葡萄酒

2019 年 1 至 12 月，国内葡萄酒产量累计 45.1 万千升，同比下降 10.2%，降幅较 2018 年同期进一步扩大近 3 个百分点。2013 年以后国产葡萄酒的产量便陷入了长期的负增长，目前并无看到回转迹象。

2020 年 1 至 2 月，国内葡萄酒产量累计 3.6 万千升，同比下降 67.6%，因疫情缘故遭遇断崖式下滑。

图表 14: 国内葡萄酒产量

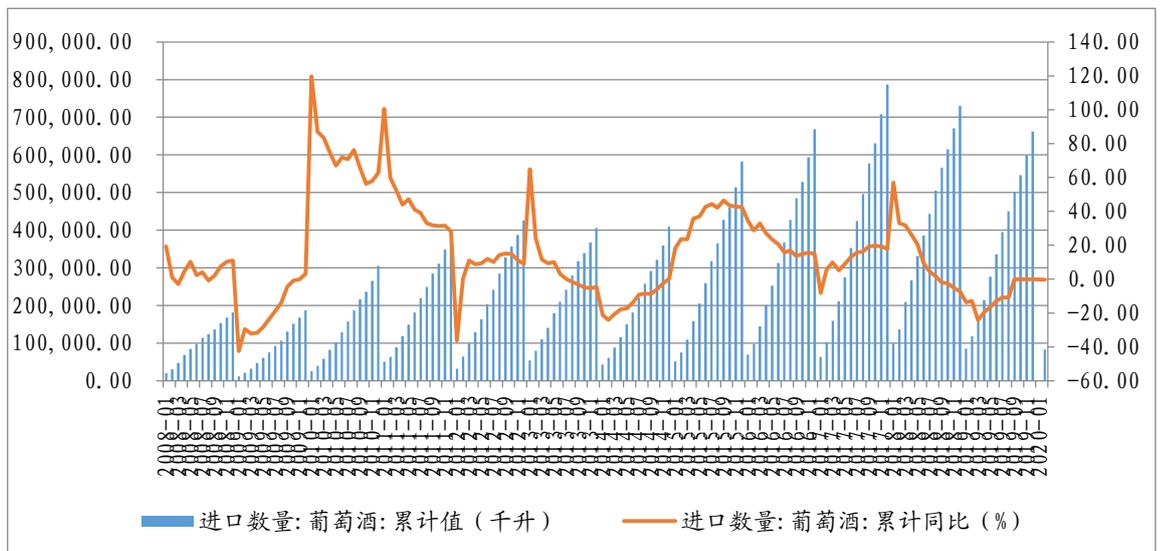


资料来源: 中原证券 WIND

2019年1至12月,国内的进口葡萄酒为66.23万千升,同比下降9.2%,葡萄酒进口数量于2018年由高增长转为负增长,2019年的降幅进一步扩大。2020年1至2月,国内的进口葡萄酒为8.23万千升,同比下降30.4%,疫情影响下出现断崖式下滑。

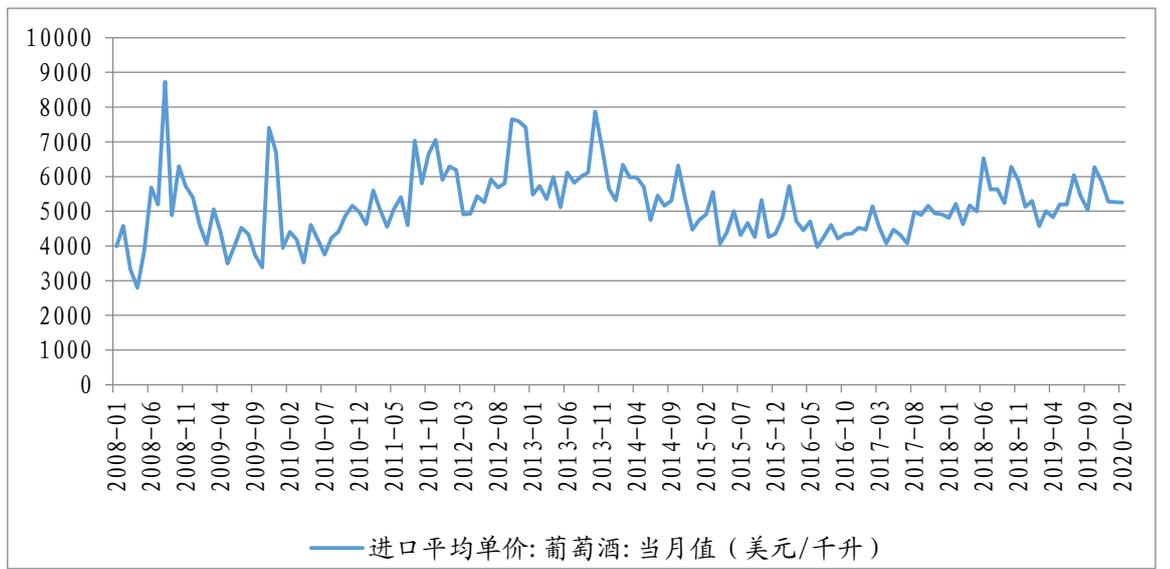
2019年1至12月,进口葡萄酒均价为5281.05美元/千升,同比增2.88%。2020年2月,进口葡萄酒均价5251.74美元/千升,同比降0.8%、环比降0.6%。2020年以来,进口葡萄酒产业链在供应和需求端均出现了较为严重的阻滞,包括产酒地因疫情停产,海上运输班次大幅缩减,国内需求受到疫情抑制。

图表 15: 国内葡萄酒进口数量



资料来源: 中原证券 WIND

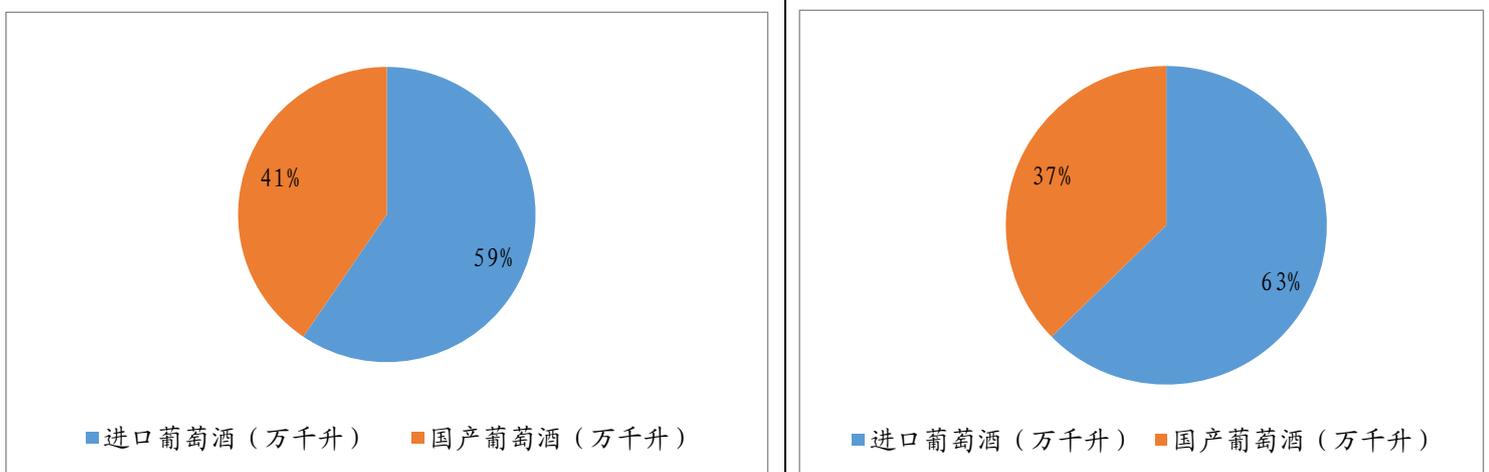
图表 16: 葡萄酒进口平均单价



资料来源: 中原证券 WIND

随着第四季度葡萄酒进口数量进一步减少, 进口葡萄酒在国内消费中的占比从三季度末的 63% 减至 59%。

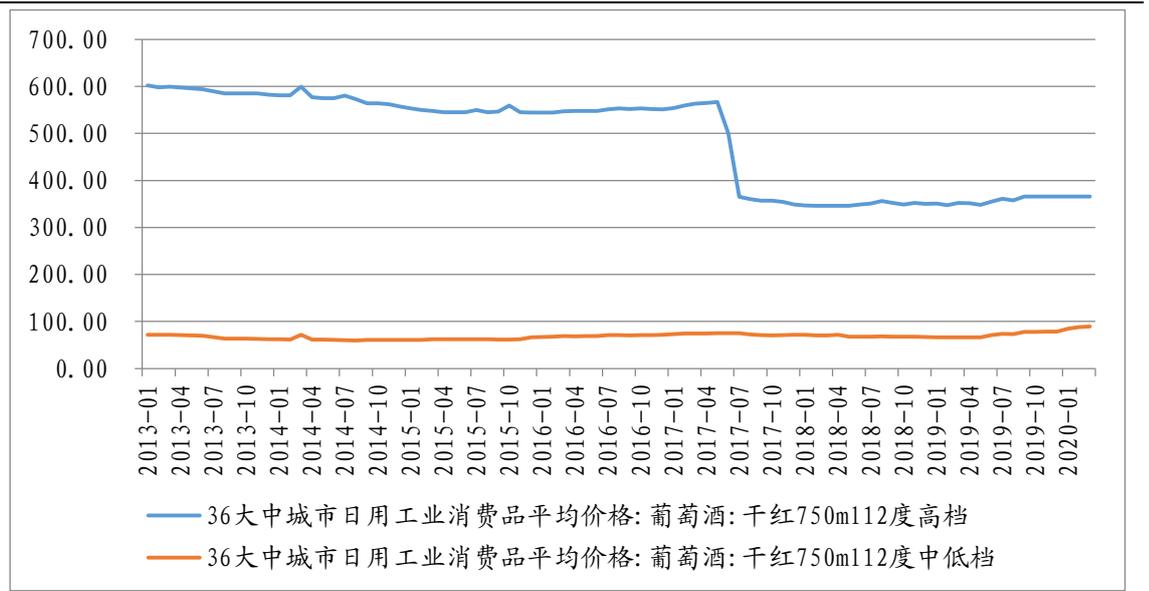
图表 17: 进口和国产葡萄酒量占比 (左图: 2019 年 1-12 月; 右图: 2019 年 1-9 月)



资料来源: 中原证券 WIND

观察 36 大中城市均价, 截至 2019 年 12 月, 高档和中低档干红葡萄酒价格均同比上涨: 高档干红价格同比涨 4.02%, 中低档干红价格同比涨 18.76%。截至 2020 年 3 月, 高档和中低档干红葡萄酒价格均同比上涨: 高档干红价格同比涨 1.38%, 中低档干红价格同比涨 20.32%。2019 年至今, 葡萄酒国内终端价格有不大幅度增长, 其中中低档价格涨幅大于高档。考虑到同期产量和进口量的减少, 我们认为价格上涨是供应减少所致。

图表 18: 36 大中城市葡萄酒均价



资料来源: 中原证券 WIND

1.4 乳制品

2019 年 1 至 12 月, 国内乳制品产量 2719.4 万吨, 累计同比增 5.6%, 12 月环比增 10.04%。2015 年以来, 乳制品产量增速较为稳定地保持在个位数水平, 年均增长 5.3%。

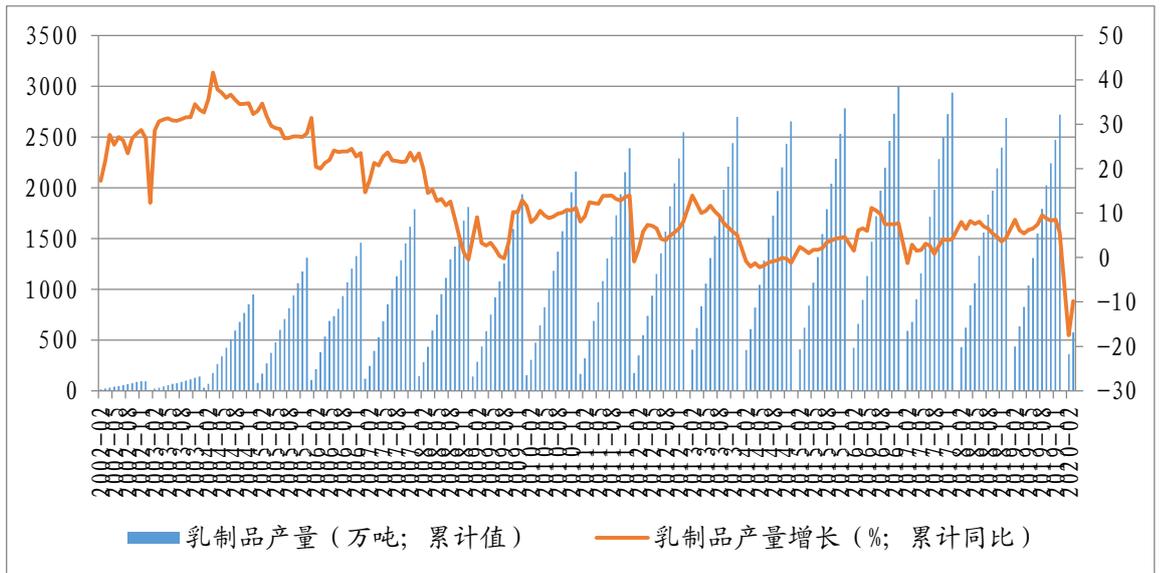
2020 年 1 至 3 月, 国内乳制品产量 573.8 万吨, 累计同比降 9.8%。相比酒水行业, 乳制品产量受疫情影响较小。

2019 年 1 至 12 月, 国内乳制品的产销率为 100.10%, 维持较高水平, 环比和同比均有上升。

截至 2019 年 12 月, 乳制品库存较年初下降 5.5%, 库存保持低位。考虑到产量减少以及需求旺盛, 我们判断今年第一季度乳制品库存仍处于低位。

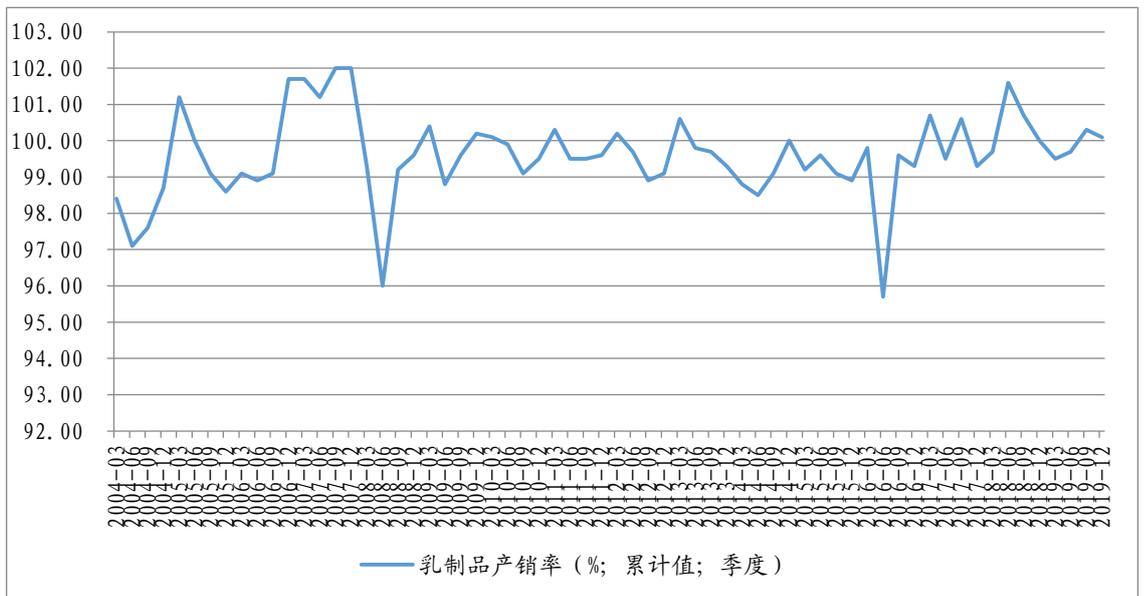
我们在 2019 年年末曾经判断: 2020 年, 乳制品行业的景气度将会持续上行。从今年的情况看, 乳制品受到疫情的影响不大, 我们维持既有观点。

图表 19: 国内乳制品产量



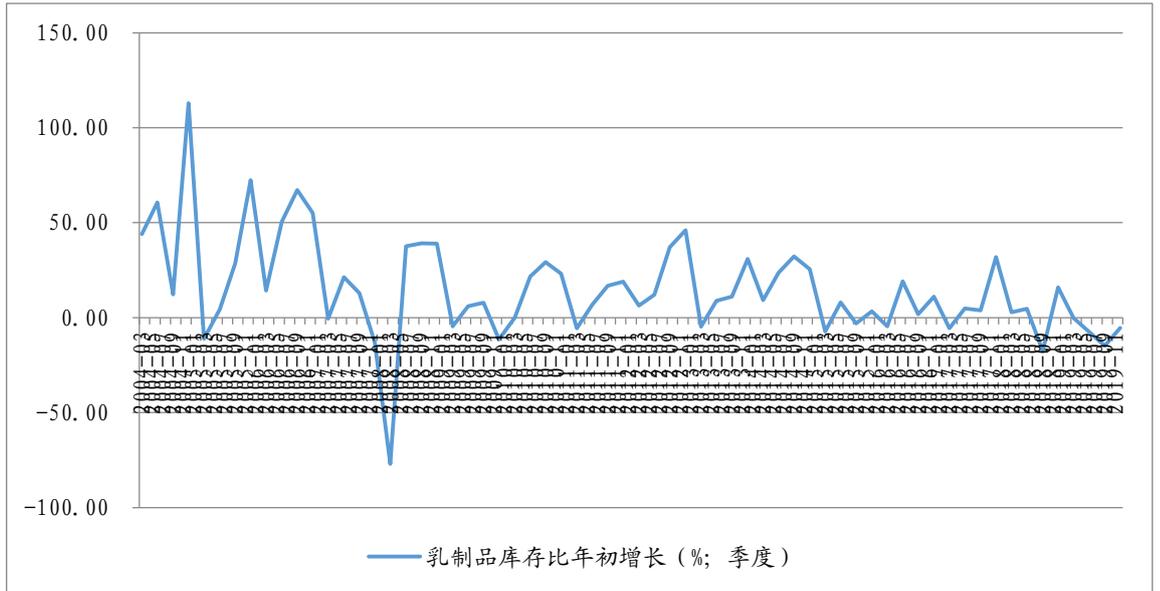
资料来源: 中原证券 WIND

图表 20: 国内乳制品产销率



资料来源: 中原证券 WIND

图表 21: 国内乳制品库存

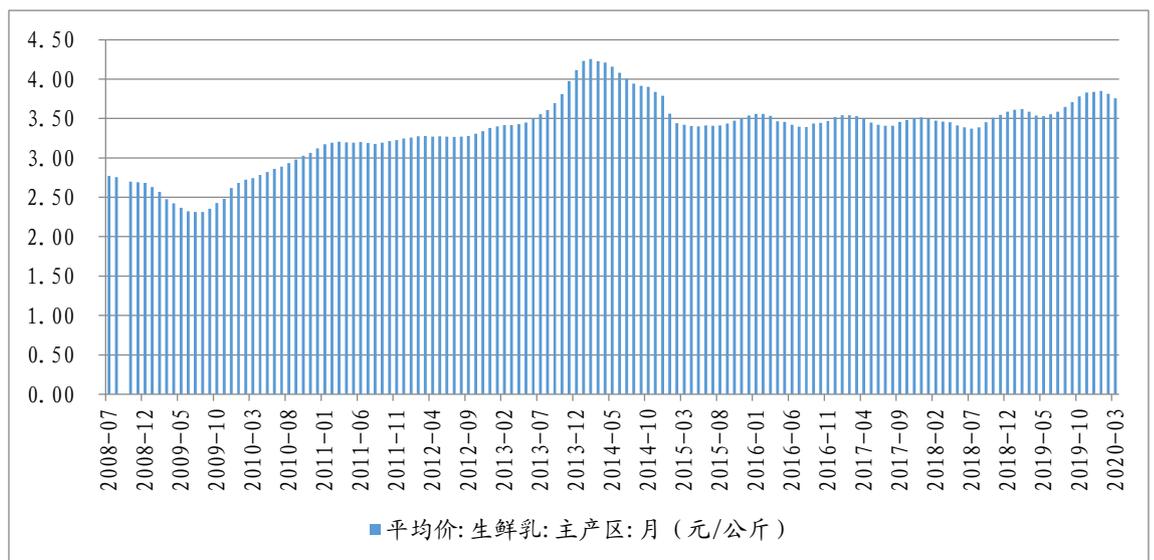


资料来源: 中原证券 WIND

截至 2020 年 12 月,国内牛奶零售价为 12.15 元/升,同比增 4%;国内酸奶零售价格为 15.43 元/公斤,同比增 6%。尽管同比上升,牛奶和酸奶价格较年初的高位有所回落。乳制品价格上涨源于需求和成本:旺盛的需求和上涨的成本共同拉动乳制品价格上涨。

截至 2019 年 12 月底,国内主产区的生鲜乳价格 3.84 元/公斤,同比涨 6.24%;截至 2020 年 3 月底,国内主产区的生鲜乳价格 3.76 元/公斤,同比涨 6.07%。2019 年下半年以来,乳制品行业的原料成本大幅增长。

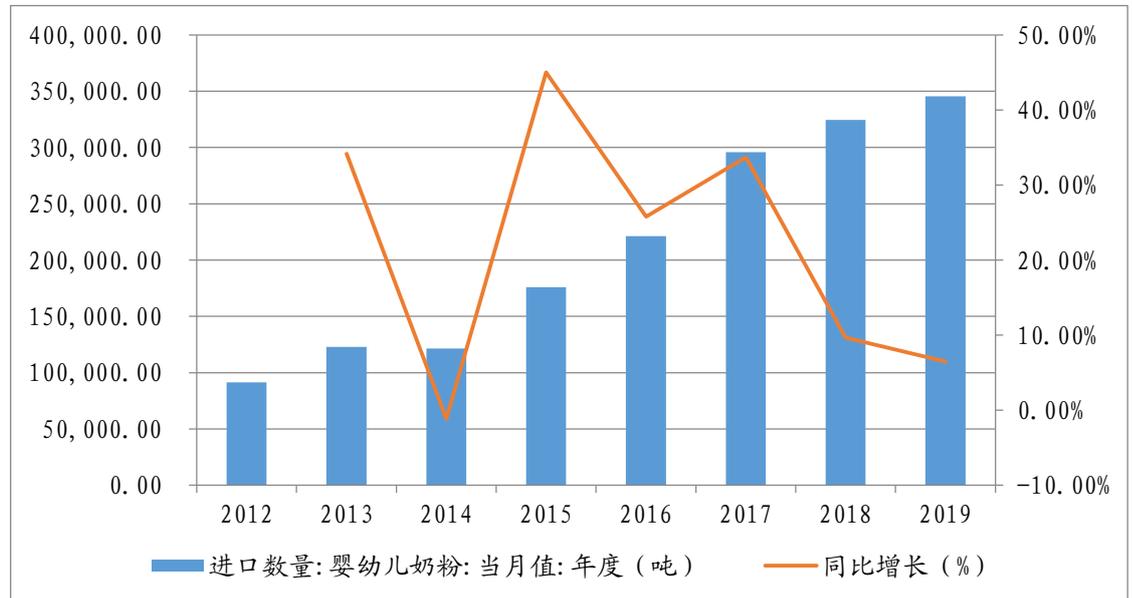
图表 22: 国内主产区生鲜乳价格



资料来源: 中原证券 WIND

2019年1-12月，国内进口婴幼儿奶粉累计34.55万吨，同比增6.5%。2018、2019年，进口婴幼儿奶粉的增长速度整体放缓，取而代之的是国产品牌奶粉的市场崛起。

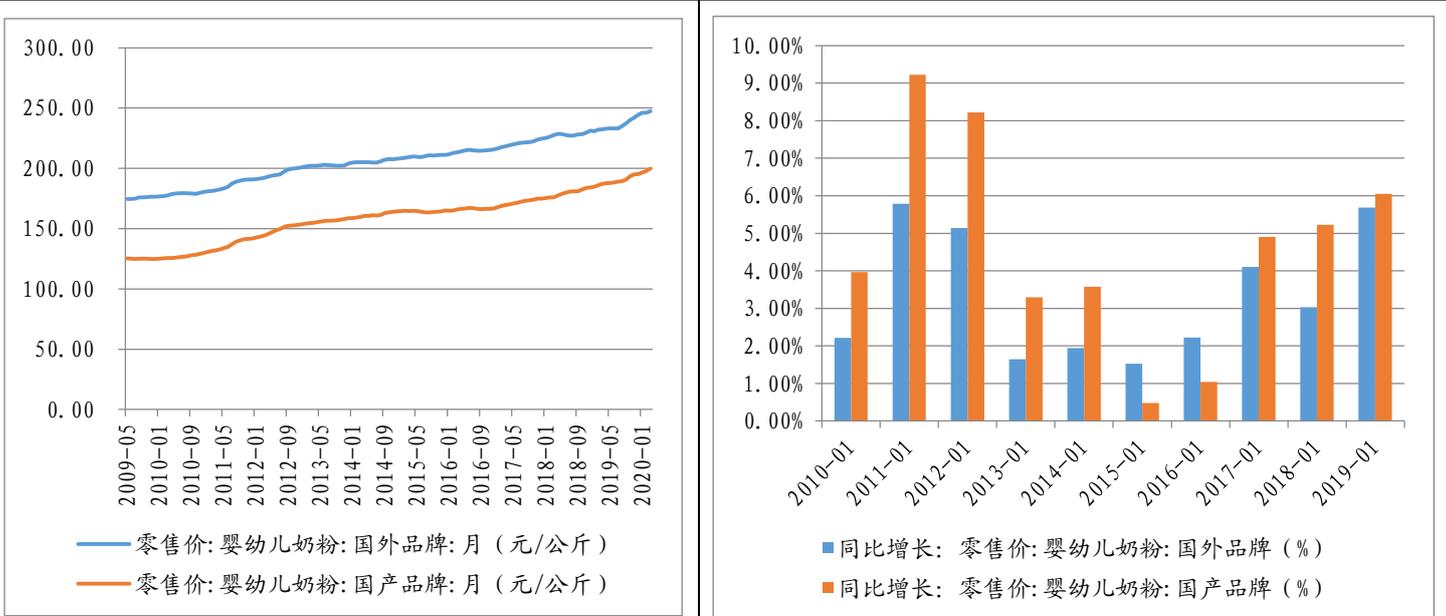
图表 23: 婴幼儿配方奶粉进口数量



资料来源: 中原证券 WIND

截至2019年12月底，国产婴幼儿奶粉零售均价199.84元/公斤，同比涨6.89%；进口婴幼儿奶粉零售均价247.54元/公斤，同比涨6.6%。2019年，进口和国产婴幼儿奶粉均出现加速上涨的势头，这一势头在2011、2012年出现过。

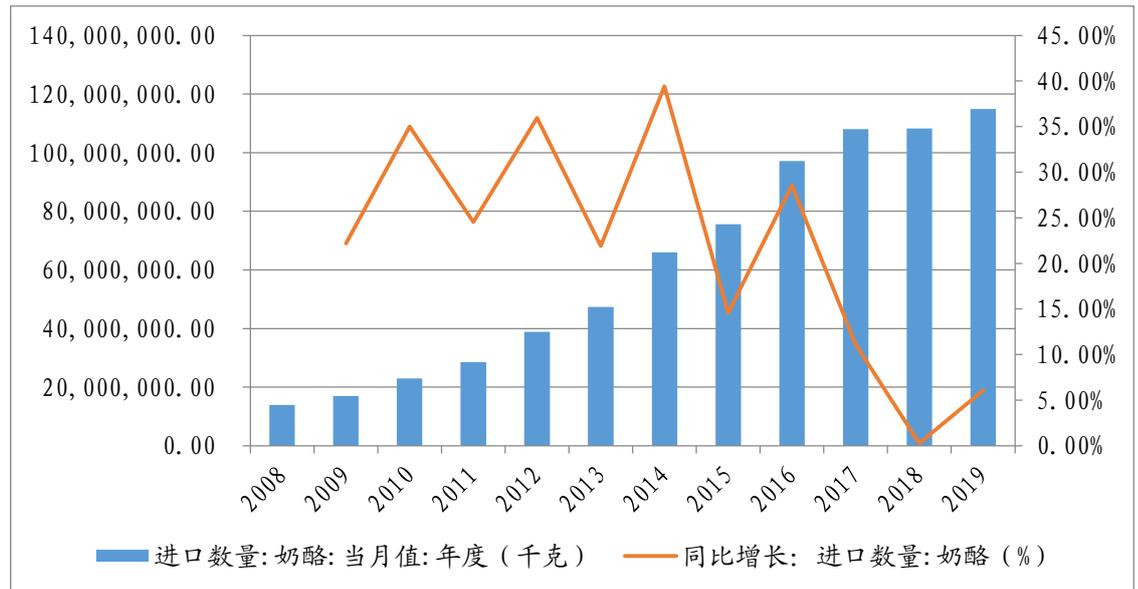
图表 24: 婴幼儿奶粉零售均价



资料来源: 中原证券 WIND

2019年1至12月，中国累计进口奶酪11.5万吨，同比增6.09%，增速较前些年回落。

图表 25: 奶酪进口数量



资料来源: 中原证券 WIND

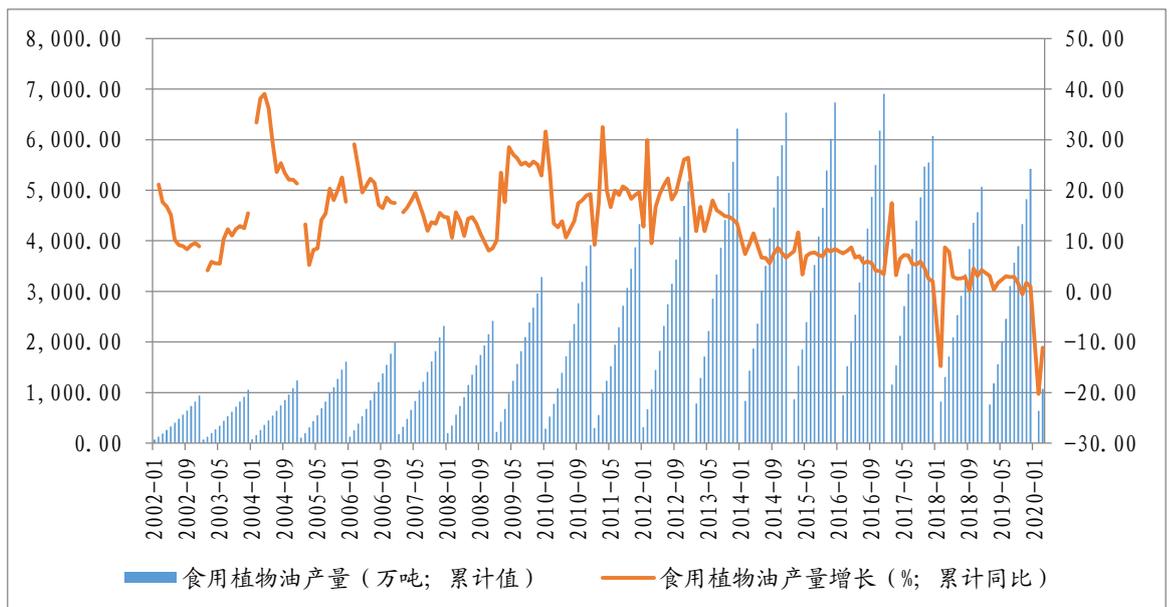
1.5 食用油

2019年1至12月，国内食用植物油产量5421.8万吨，同比增1%。

2020年1至3月，国内食用植物油产量1071.2万吨，同比降11.1%。

食用油产量增长呈逐年下降趋势，目前维持在较低水平。

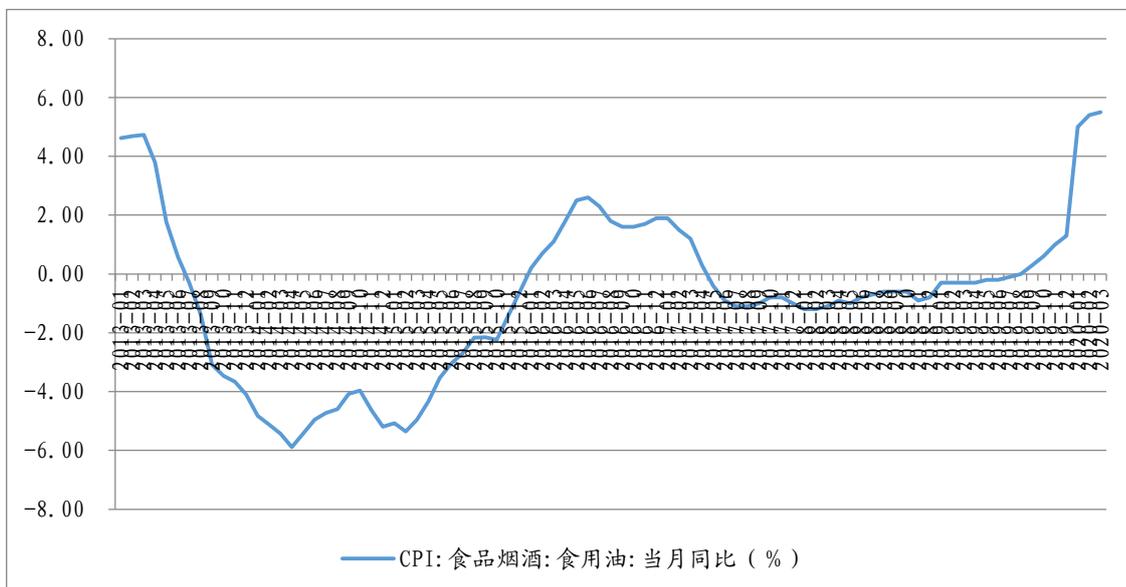
图表 26: 国内食用植物油产量



资料来源: 中原证券 WIND

2019年8、9月，食用油价格指数分别为0%和0.3%，结束了连续29个月的负增长。2019年四季度之后，食用油价格指数急速飙升，至2020年3月末时已经升至5.5%。食用油价格上升可能与供应相对减少有关。

图表 27: 食用油价格指数 (月)

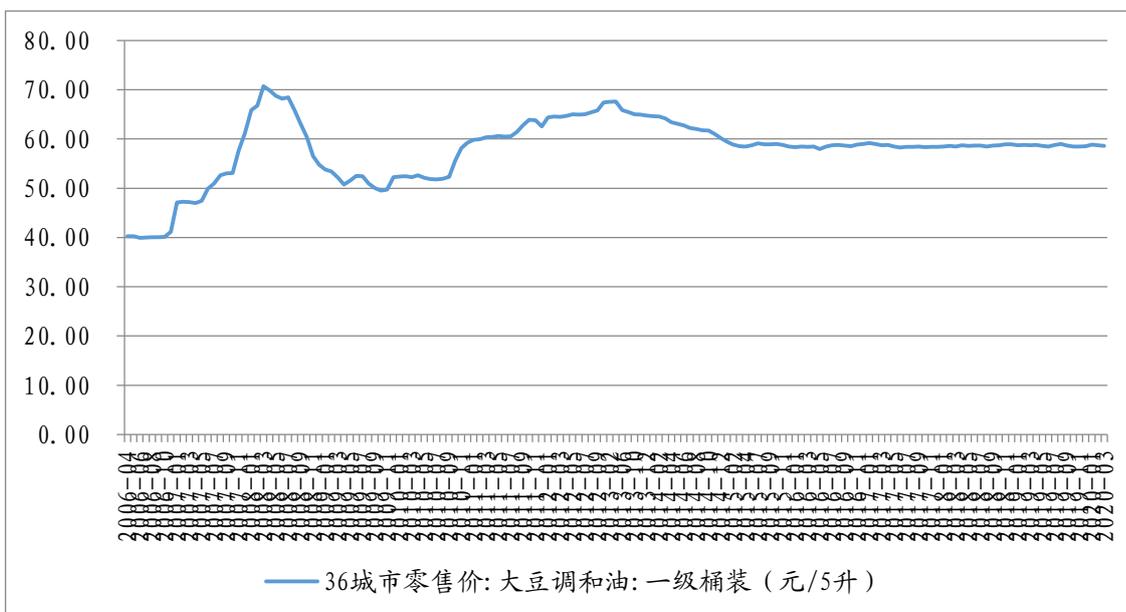


资料来源: 中原证券 WIND

截至2019年12月，大豆调和油单价58.53元/5升，同比降0.63%。

截至2020年3月，大豆调和油单价58.61元/5升，同比降0.15%。

图表 28: 大豆调和油零售价格 (元/5升)



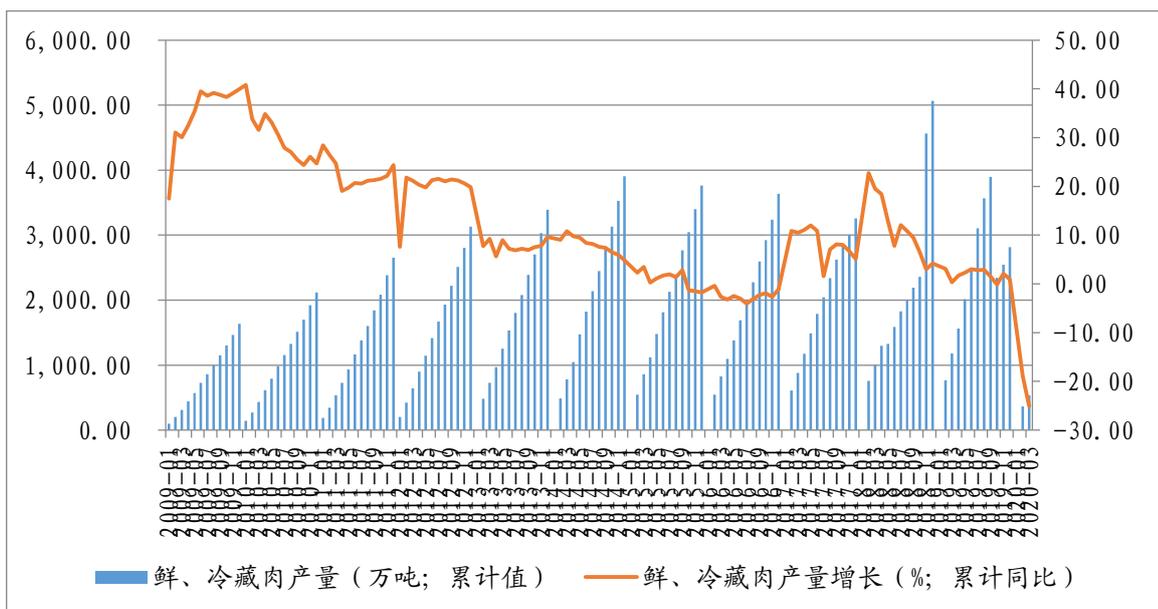
资料来源: 中原证券 WIND

1.6 肉制品

2019年1至12月，国内鲜、冷藏肉产量为2817.5万吨，同比增0.9%，增速较上年同期大幅下降3.3个百分点。

2020年1至3月，国内鲜、冷藏肉产量为538.2万吨，同比降25.1%。2020年一季度，国内鲜冷肉的产量仅占上年同期的46%。

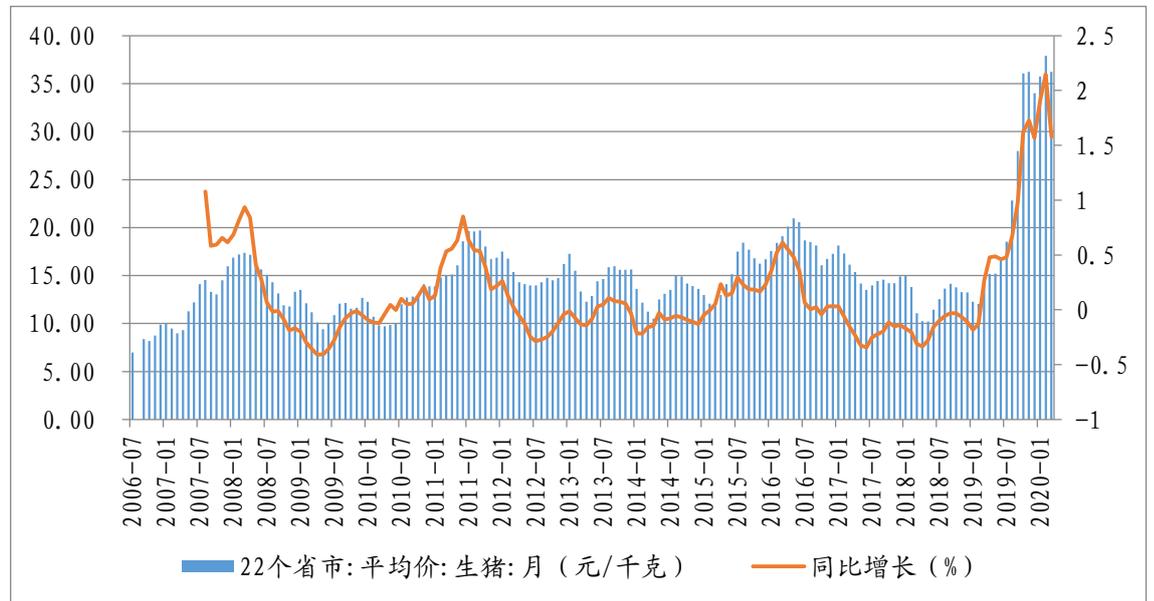
图表 29：国内鲜肉、冷藏肉产量



资料来源：中原证券 WIND

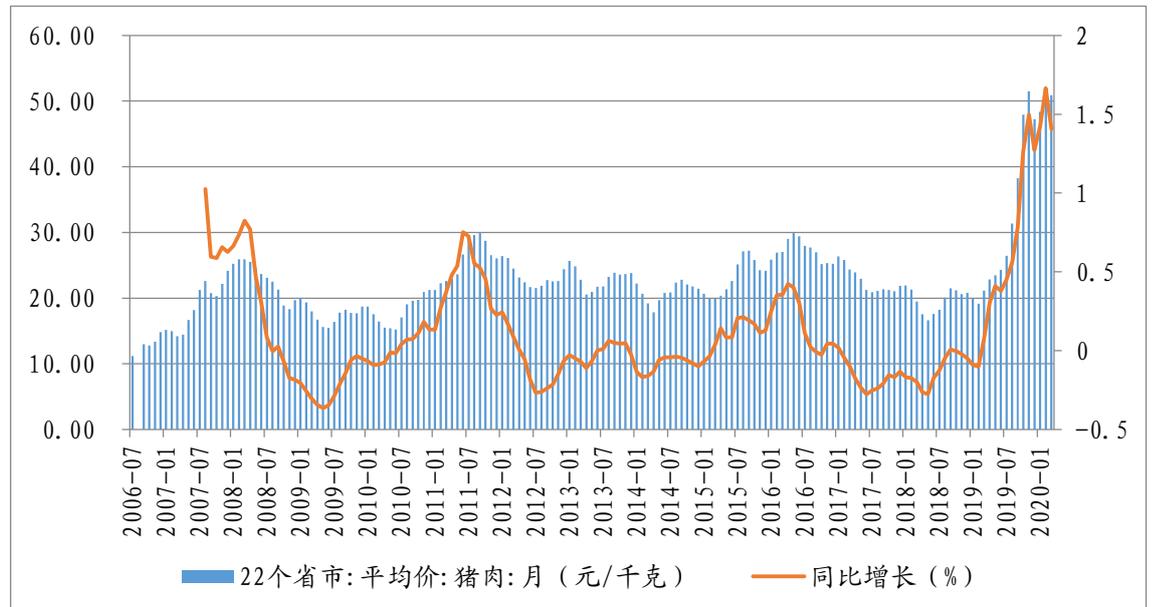
由于供应量减少，猪肉价格自 2019 年 1 季度后开始飙升。2019 年 12 月，国内生猪价格 34.01 元/千克，猪肉价格 47.27 元/千克，同比分别上涨 156.64% %、127.26%。进入 2020 年，猪肉价进一步上涨。截至 2020 年 3 月，国内生猪价格 36.24 元/千克，猪肉价格 50.89 元/千克，较 2019 年 12 月分别上涨 6.58 %、7.65%。

图表 30: 22 个省市生猪平均价格 (元/千克)



资料来源：中原证券 WIND

图表 31: 22 个省市猪肉平均价格 (元/千克)

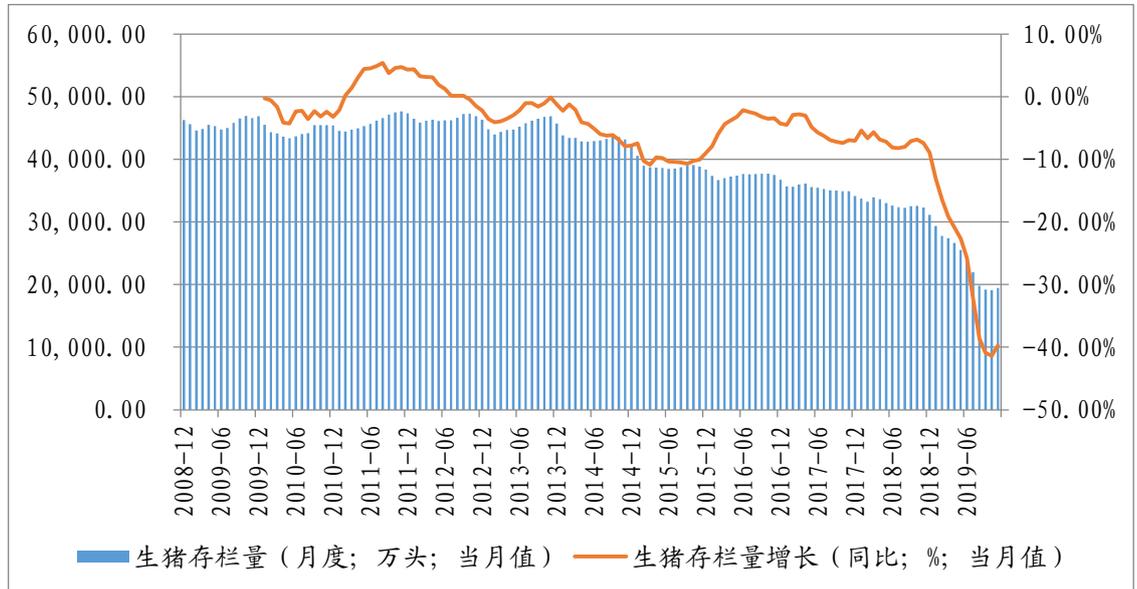


资料来源：中原证券 WIND

生猪存栏量略有回升。截至 2019 年 11 月末，国内生猪存栏量 1.95 亿头，同比降 39.77%，较三季度末略有回升。

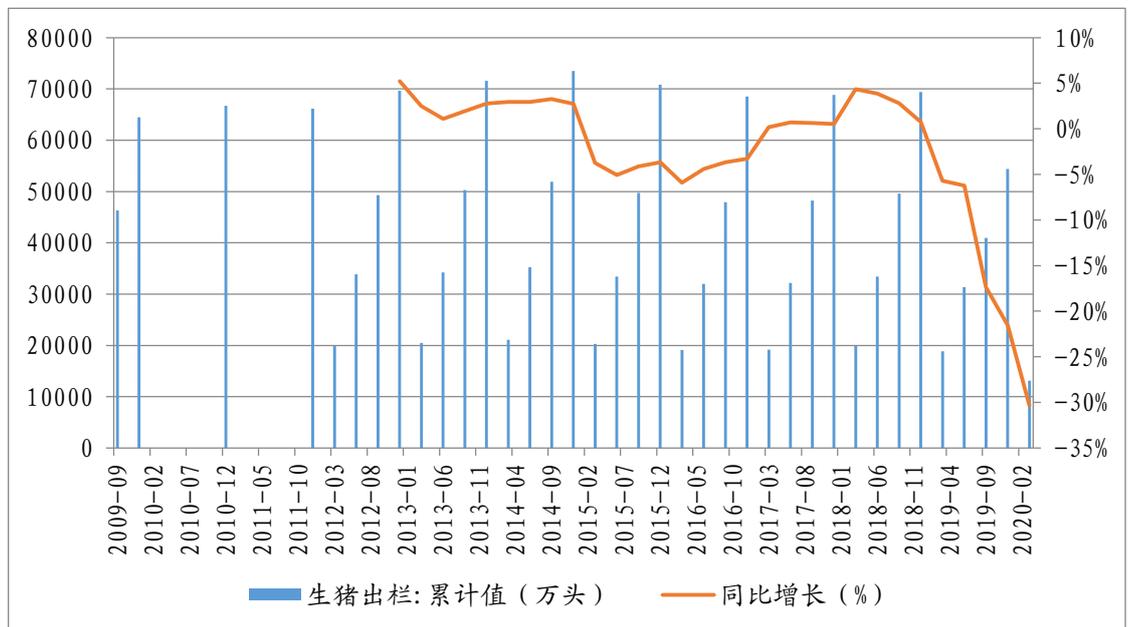
生猪出栏量降幅扩大。截至 2019 年年底，国内生猪出栏量 5.44 亿头，同比降 21.57%；截至 2020 年三季度末，国内生猪出栏量 1.31 亿头，同比降 30.32%。

图表 32: 国内生猪存栏量



资料来源：中原证券 WIND

图表 33: 国内生猪出栏量



资料来源：中原证券 WIND

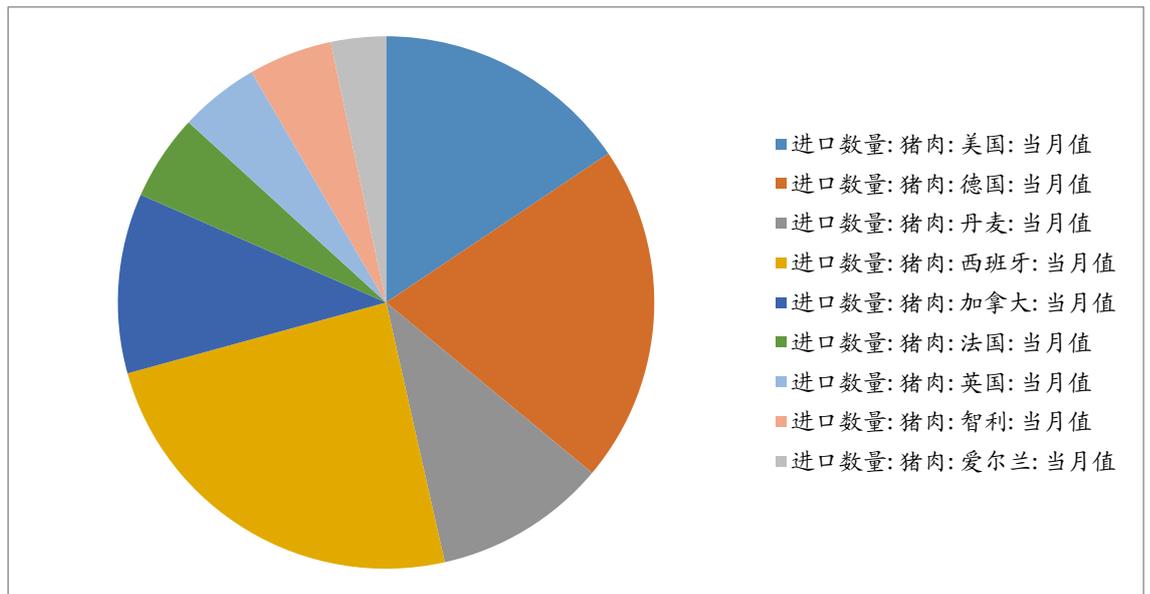
由于国内猪肉供给紧张，2019 年国内加大了进口猪肉数量。2019 年 1 至 12 月，猪肉累计进口数量 19.94 亿千克，同比增 67.18%，其中，西班牙、德国、丹麦、美国和加拿大是最重要的进口国。

图表 34: 中国进口猪肉数量



资料来源: 中原证券 WIND

图表 35: 中国进口猪肉的国别占比

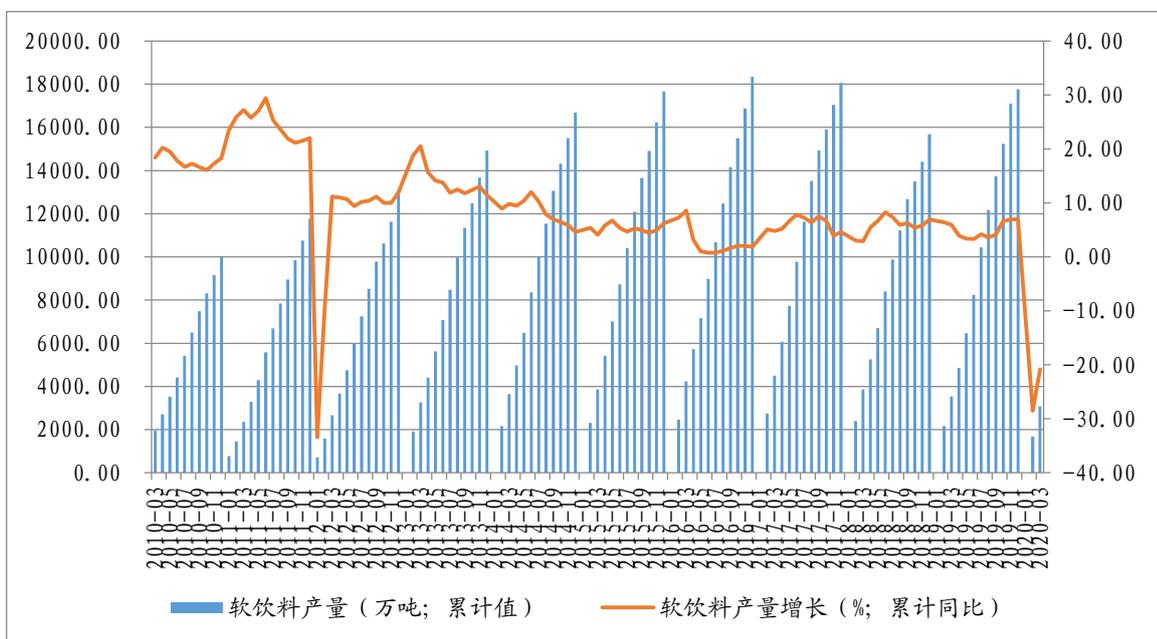


资料来源: 中原证券 WIND

1.7 软饮料

2019年1至12月，国内软饮料产量达到17763.5万吨，同比增7%。软饮料行业在2019年的增长较为突出。

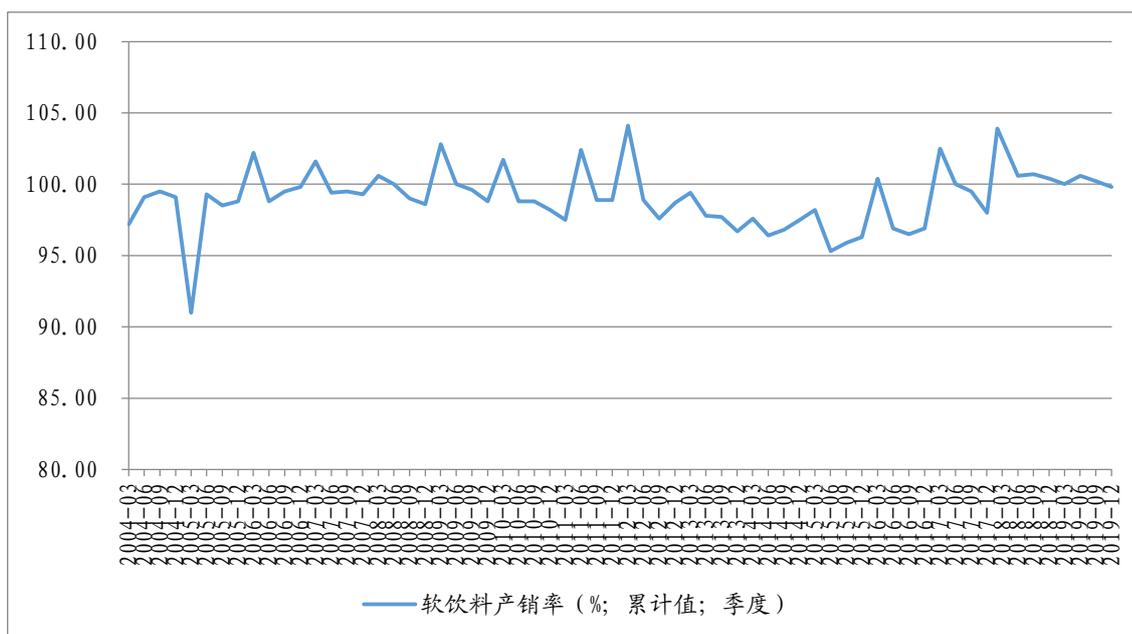
图表 36: 国内软饮料产量



资料来源：中原证券 WIND

2019年1至12月，国内软饮料的产销率为99.8%，第四季度的产销率较前三季度有所回落，全年的景气度较高。

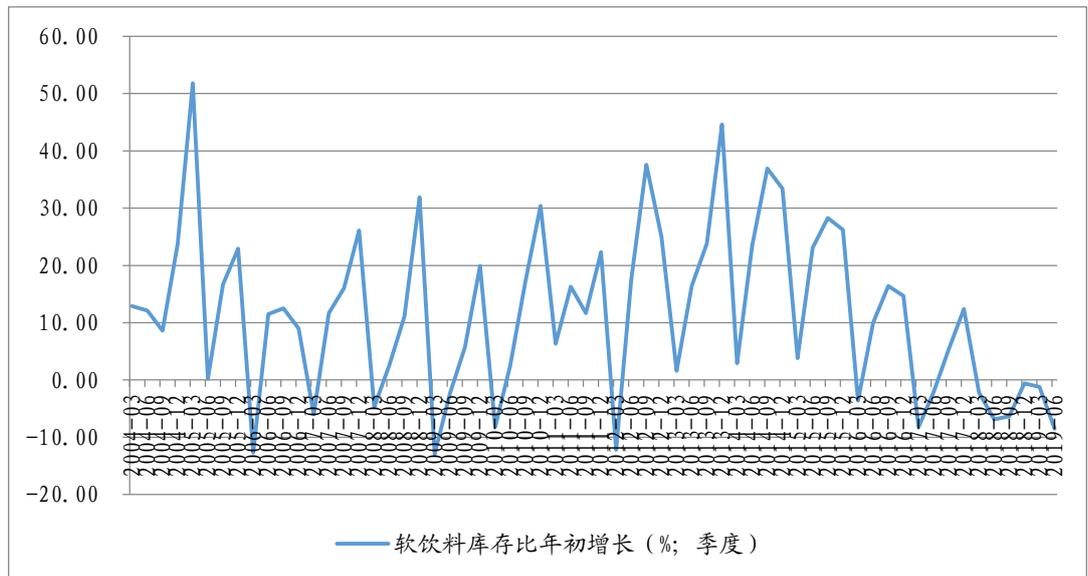
图表 37: 国内软饮料产销率



资料来源：中原证券 WIND

截至 2019 年 12 月，软饮料行业的库存较年初增长 3.3%，行业库存在已经连续 6 个季度下降之后首次回升，预计行业库存在经过去库存后出现了主动加库存。

图表 38: 软饮料库存比年初增长



资料来源：中原证券 WIND

2. 行业要素价格

2.1 食糖

国内糖价进入新一轮上升周期。2019 年以来，国内糖价触底回升，全年呈上行态势。截至 2019 年 12 月，南宁白砂糖现货价 5727.5 元/吨，较 2018 年同期上涨 12%。

2020 年 1、2 月，糖价继续冲高，3 月回落。截至 2020 年 3 月，南宁白砂糖现货价 5765 元/吨。糖价历史上 2 至 2.5 年的上涨周期可能会被疫情暂时打断。

图表 39：南宁白砂糖现货价

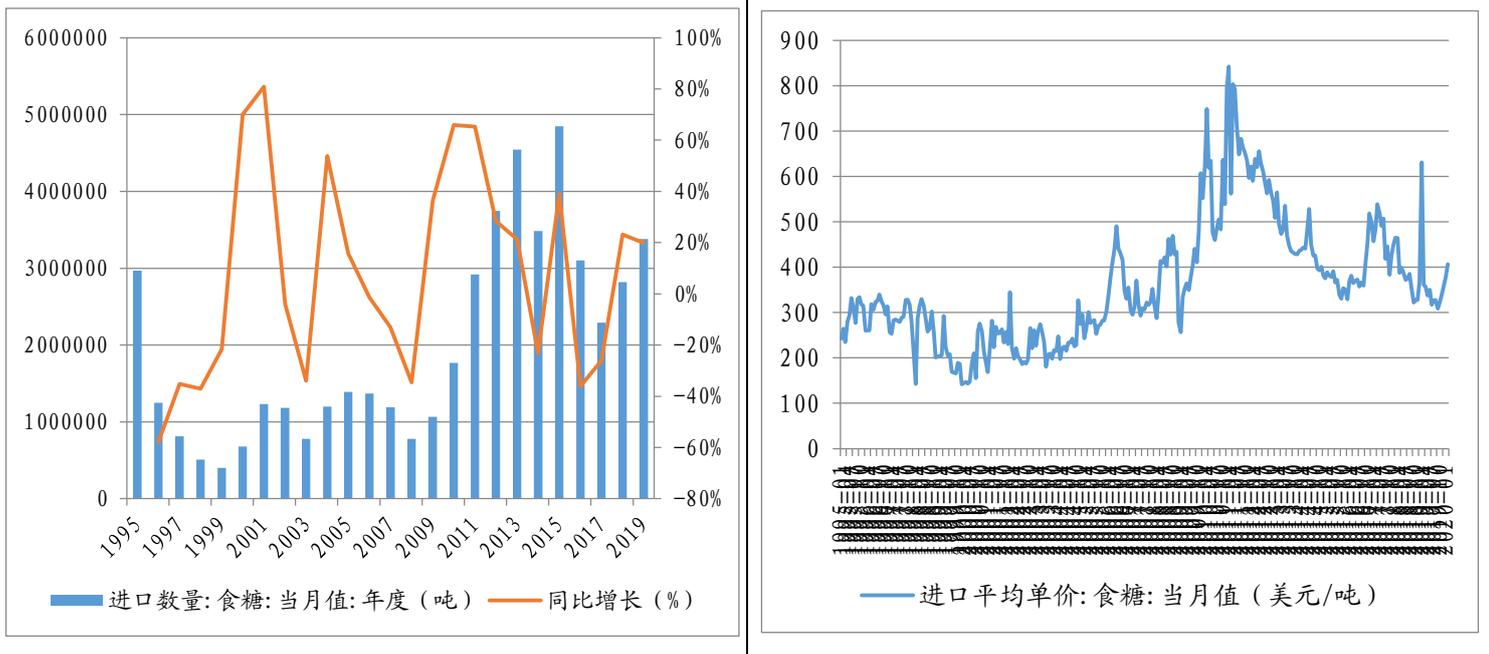


资料来源：中原证券 WIND

2019 年进口糖量价齐升。2019 年 1-12 月国内进口食糖 338 万吨，同比增 19.86%；截至 2019 年 12 月，食糖进口均价 339.23 美元/吨，同比增 3.46%。

2020 年 3 月，食糖进口均价 406.63 美元/吨，呈底部反弹态势。

图表 40: 食糖进口量价



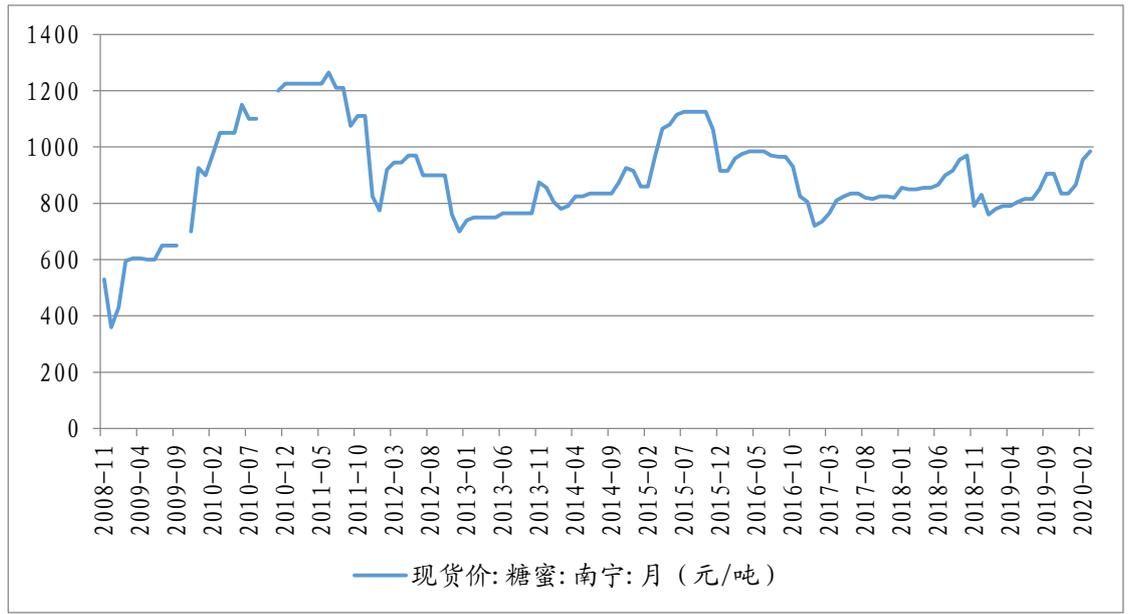
资料来源: 中原证券 WIND

2.2 糖蜜

2019 年二季度以后, 国内糖蜜价格上涨。截至 12 月末, 南宁糖蜜现货价 835 元/吨, 较上年同期涨 5.9%。今年上半年糖蜜价格处于低位, 相关上市公司安琪酵母 (600298) 享有阶段性的成本红利, 但是下半年糖蜜价格有望推高, 公司成本也将会上升。

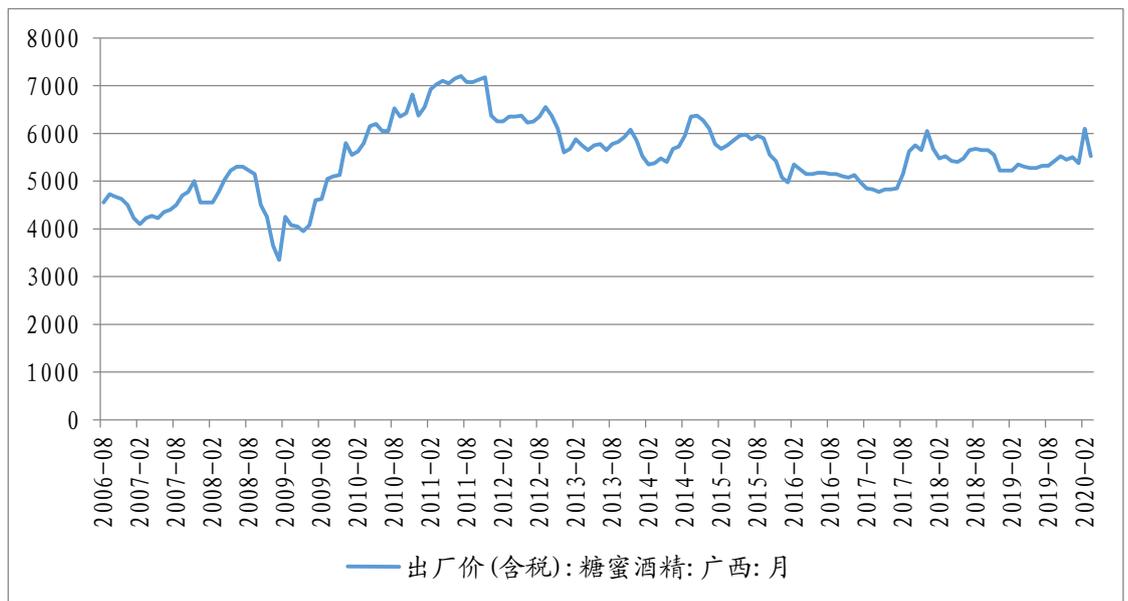
糖蜜的功用主要是制作酒精和酵母。当糖蜜酒精的价格上涨, 对糖蜜的需求就会增加, 推升糖蜜价格; 当糖蜜酒精的价格下跌, 糖蜜需求也会相应减少, 糖蜜价格下跌。我们看到, 2019 年糖蜜酒精的价格走势与糖蜜基本一致。进入 2020 年以来, 疫情打击下, 市场对糖蜜酒精的需求减小, 故预计 2020 年的糖蜜价格将会因之下降。

图表 41: 国内糖蜜价格



资料来源: 中原证券 WIND

图表 42: 国内糖蜜酒精价格



资料来源: 中原证券 WIND

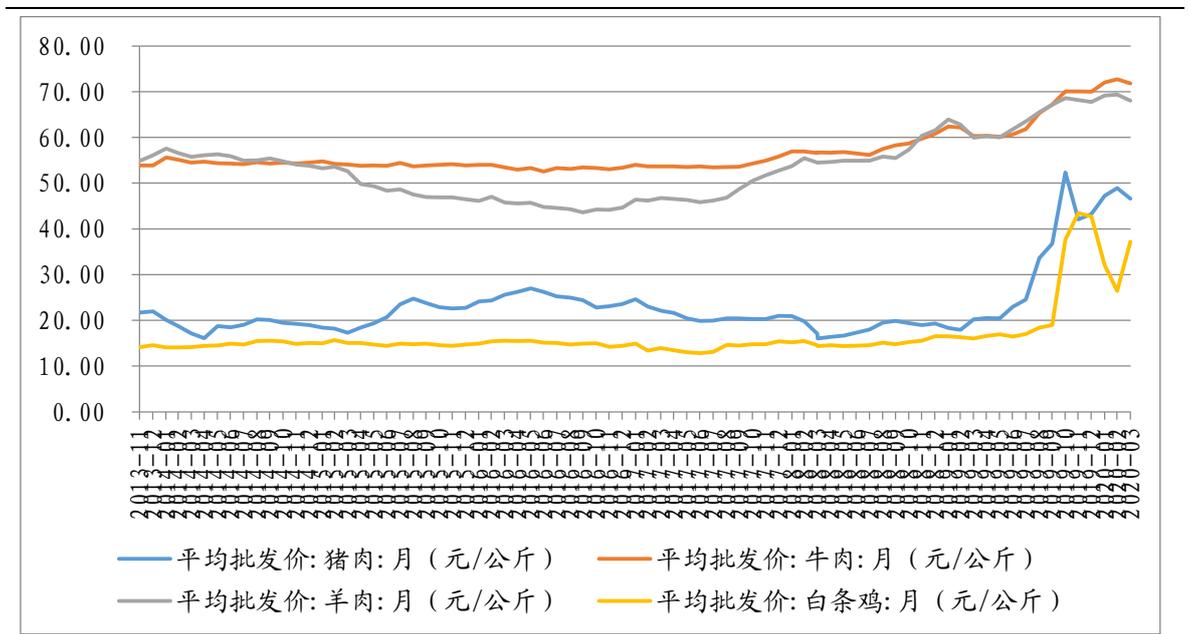
2.3 肉禽蛋

猪肉价格暴涨拉动其它肉类产品及鸡蛋的价格同步上升。

截至 2019 年 12 月，国内猪肉批发价 43.25 元/公斤，同比升 123.98%；国内牛肉批发价 70.02 元/公斤，同比升 15.22%；国内羊肉批发价 67.78 元/公斤，同比升 10.09%；国内白条鸡批发价 42.7 元/公斤，同比升 158.63%。

进入 2020 年后，除鸡肉价格外，猪肉、牛肉和羊肉价格持续上涨。截至 3 月，国内猪肉、牛肉和羊肉批发价同比继续上涨 7.75%、2.53%、0.41%；鸡肉批发均价同比降 13%。

图表 43: 国内主要肉类价格

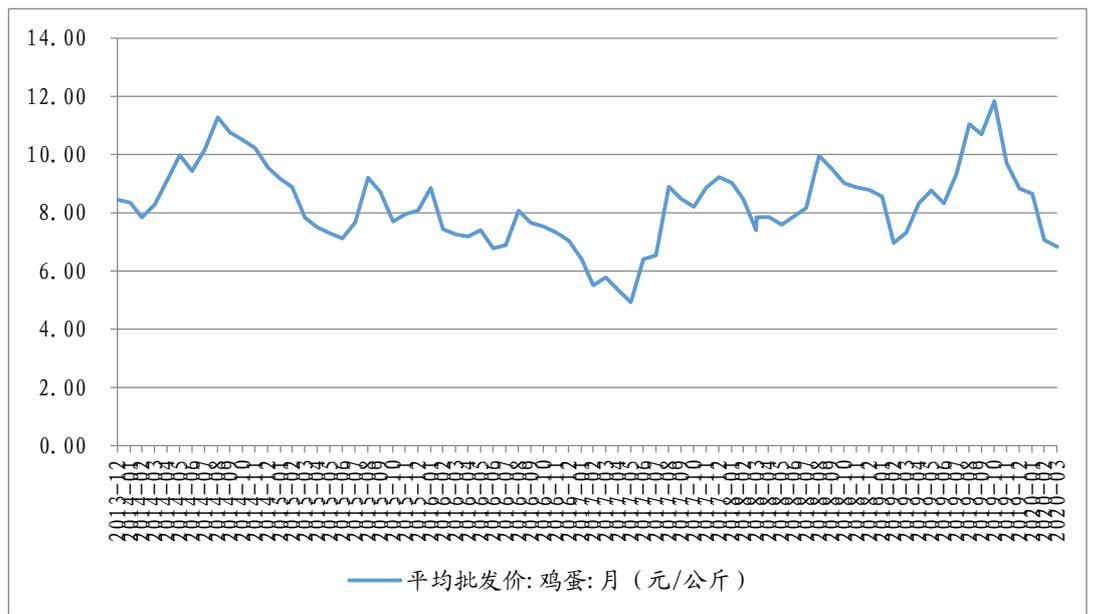


资料来源：中原证券 WIND

截至 2019 年 12 月，国内鸡蛋价格 8.83 元/公斤，环比降 9.06%，同比升 0.46%。2019 年，鸡蛋价格前高后低：1 至 10 月上涨 38.32%，10 至 12 月下降 25.42%。

进入 2020 年后，鸡蛋价格持续跌势：截至 3 月鸡蛋价格为 6.84 元/公斤，较 1 月下跌 21%。

图表 44: 国内鸡蛋价格



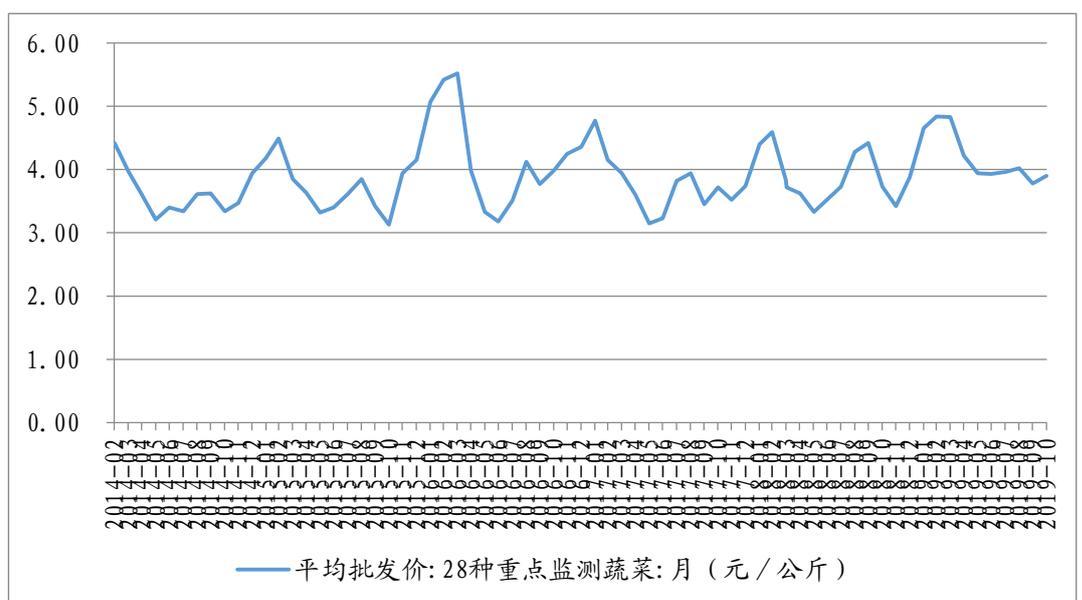
资料来源: 中原证券 WIND

2.4 蔬菜水果

截至 2019 年 12 月末, 国内重点监测蔬菜平均批发价为 4.7 元/公斤, 同比升 23.2%, 环比升 16.6%。经历了 7 个月下跌后, 10 月份蔬菜价格开始回升。

进入 2020 年之后, 蔬菜价格开始回落。截至 2020 年 3 月, 国内重点监测蔬菜平均批发价为 4.5 元/公斤, 同比降 6.42%, 环比降 18.41%。

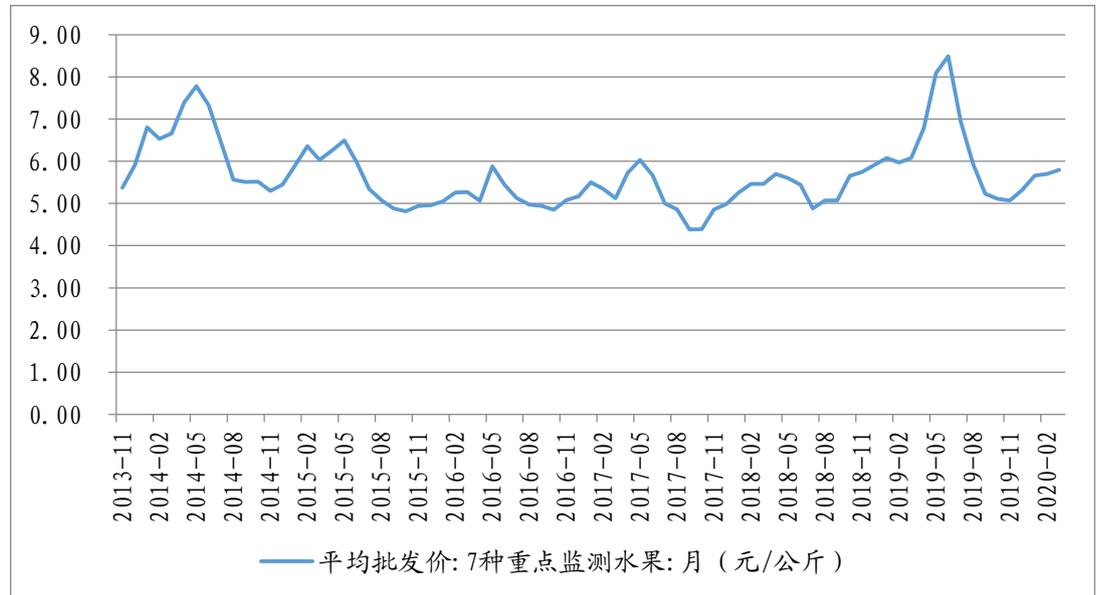
图表 45: 重点监测蔬菜平均批发价格



资料来源: 中原证券 WIND

截至 2019 年 12 月，国内重点监测水果平均批发价为 5.32 元/公斤，同比降 10%。截至 2020 年 3 月，国内重点监测水果平均批发价为 5.8 元/公斤，同比降 4.6%，较上年 12 月涨 9.02%，水果价格反弹。

图表 46: 重点监测水果平均批发价格

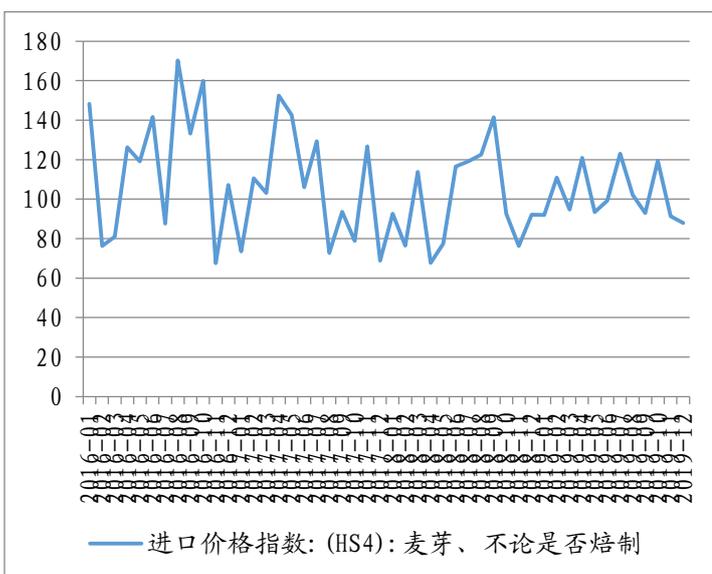


资料来源: 中原证券 WIND

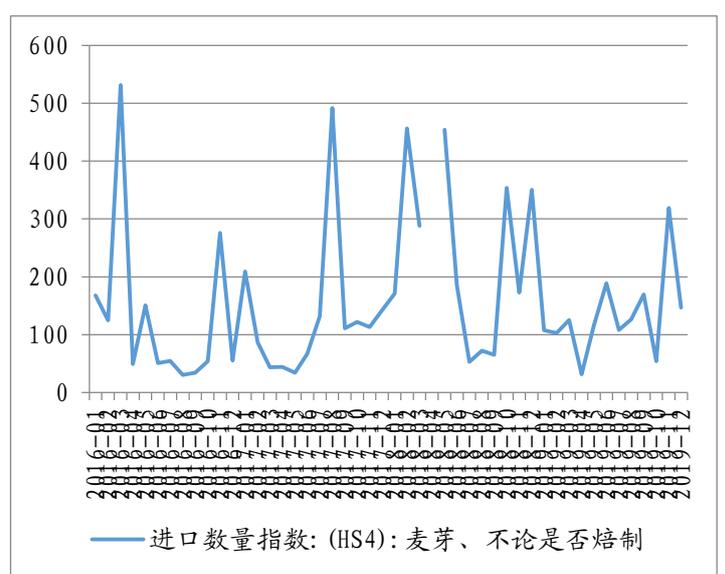
2.5 麦芽

进口麦芽是国内啤酒企业的主要原材料之一。2019 年 1 至 12 月，进口麦芽的价格指数处于偏低位置，而进口麦芽的数量指数处于历史中间位置。

图表 47: 进口麦芽价格指数



图表 48: 进口麦芽数量指数

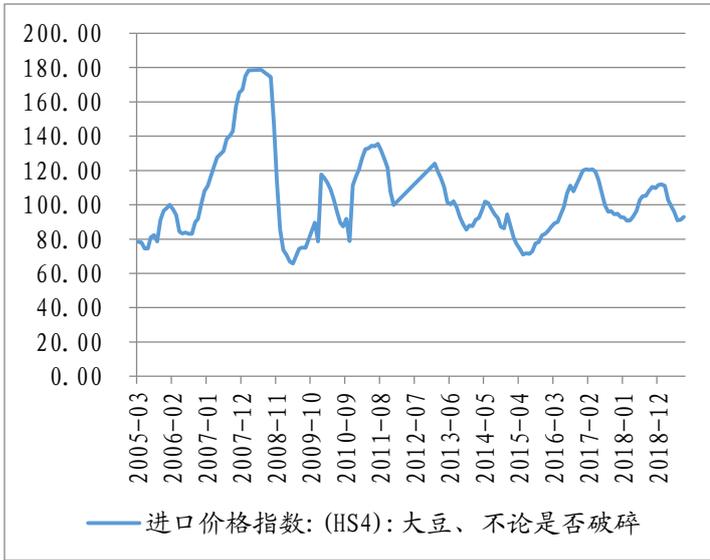


资料来源: 中原证券 WIND

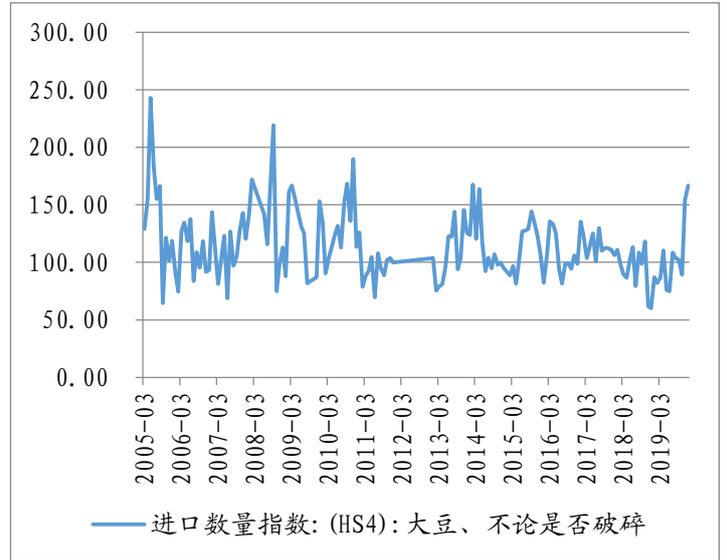
2.6 大豆

2019年，进口大豆的价格下行，大豆进口数量大增，中贸易战后的反弹形态明显。

图表 49: 进口大豆价格指数



图表 50: 进口大豆数量指数

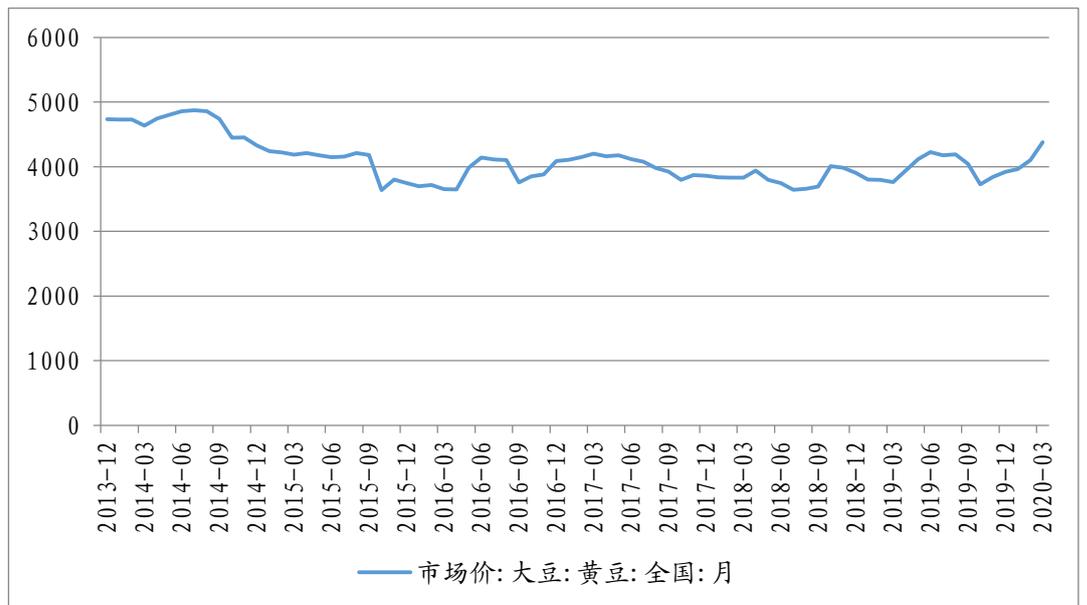


资料来源: 中原证券 WIND

2019年1-12月，国内黄豆价格前高后低，反映出进口量反弹后对国内市场的冲击。截至12月，国内黄豆价格为3918元/吨。

2020年以来，可能与疫情有关，国内黄豆价格反弹至4377元/吨。

图表 51: 国内黄豆价格

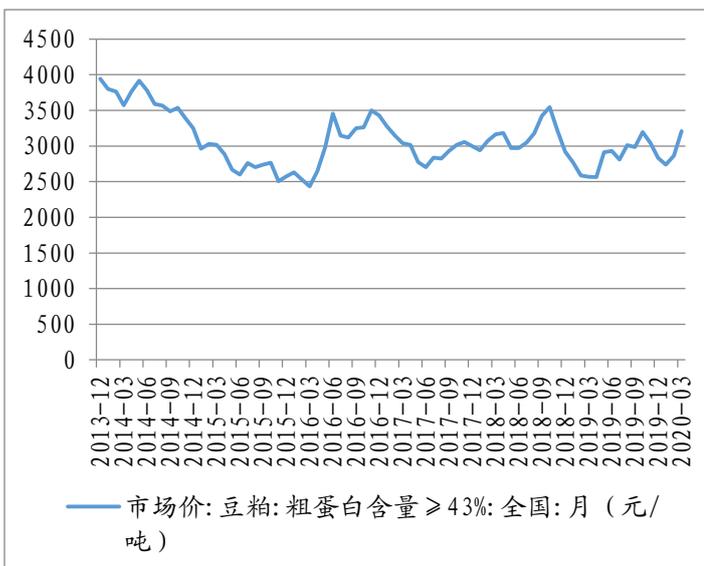


资料来源: 中原证券 WIND

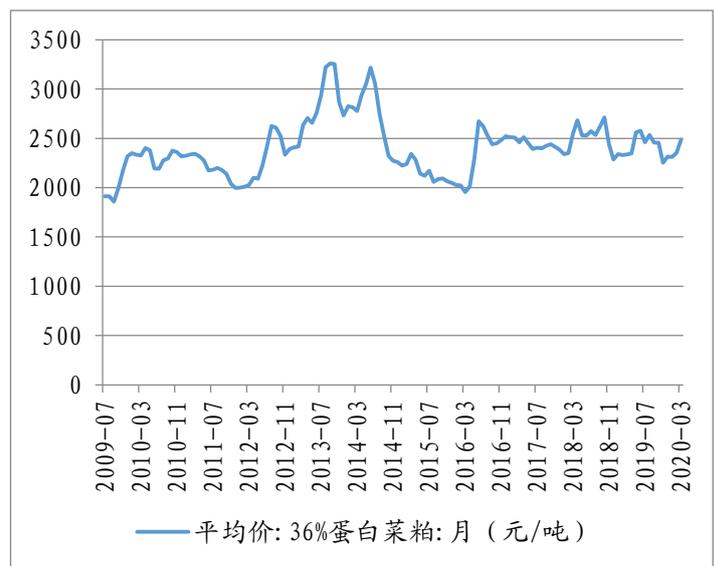
2.7 豆粕和菜粕

2019 年以来，在生猪补栏的激发下，豆粕和菜粕价格上升。但是，在 2019 年下半年双粕价格先后向下，进入下跌期，预计是双粕的供应较为充足所致。进入 2020 年后，由于疫情的影响，双粕价格再次反弹。截至 2020 年 3 月，豆粕价格 3210.7 元/吨，菜粕价格 2485 元/吨。

图表 52: 国内豆粕价格



图表 53: 国内菜粕价格



资料来源: 中原证券 WIND

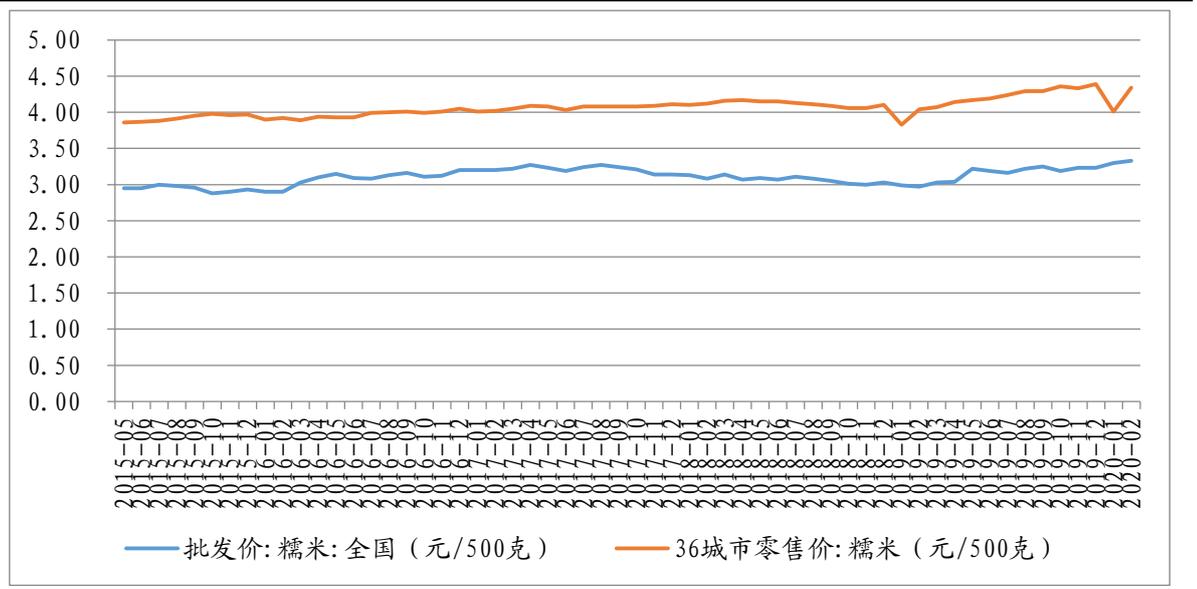
2.8 糯米

截至 2019 年 12 月，国内糯米批发均价 3.23 元/斤，零售价 4.39 元/斤，相比年初分别上涨 8.03%和 14.02%。

截至 2020 年 3 月，国内糯米批发均价 3.33 元/斤，零售价 4.34 元/斤，相比年初分别上涨 3.1%和-1.14%。

2019 年以来，糯米价格整体上涨，涨幅累计超过 10%。

图表 54: 国内糯米价格



资料来源: 中原证券 WIND

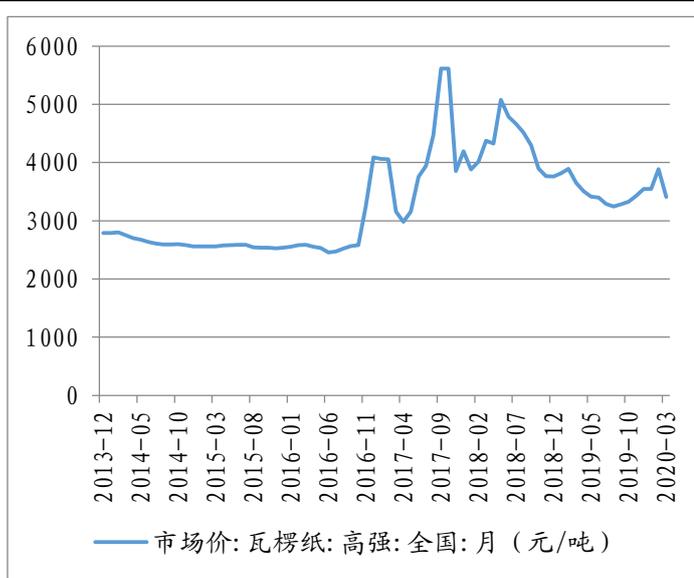
2.9 包材

截至 2019 年 12 月底, 瓦楞纸吨价 3548.6 元/吨, 较年初下降 7%; 玻璃制品价格指数 100.4, 较年初下降 1.5%, 第四季度的下降速度放缓。

2020 年以来, 包材价格继续下降。截至 2020 年 3 月, 瓦楞纸吨价 3406 元/吨, 较年初下降 4%; 玻璃制品指数 99.6, 较年初下降 0.8 %。

2019 年迄今, 在工业品价格通缩的背景下, 行业包材成本明显下降, 纸箱价格的降幅大于玻璃瓶, 预计包材价格的下降态势将会持续贯穿 2020 年。

图表 55: 瓦楞纸价格



图表 56: 玻璃制品价格指数



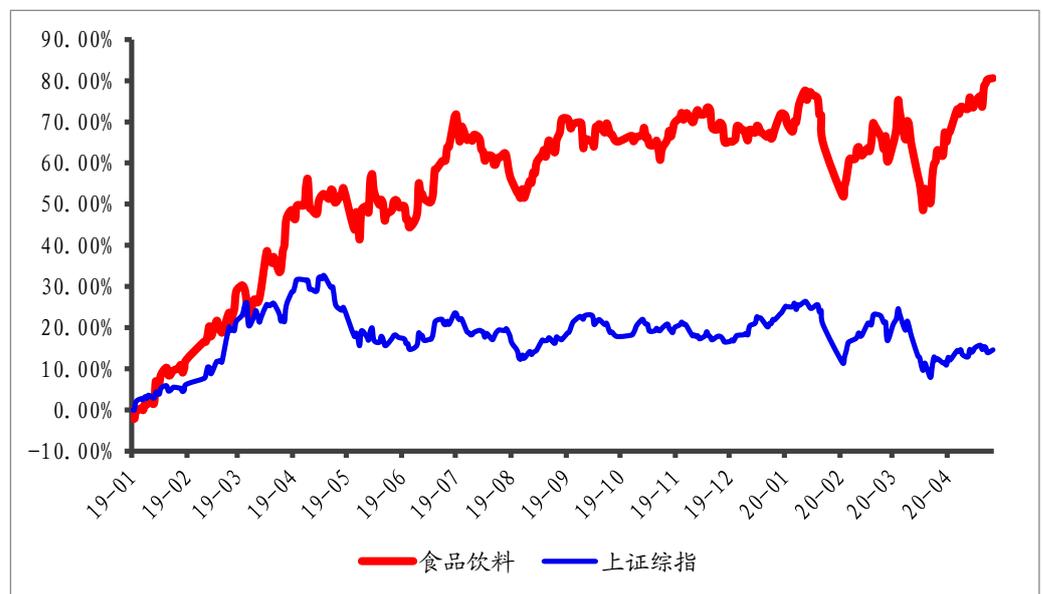
资料来源: 中原证券 WIND

3. 二级市场表现

2019年1至12月，食品饮料板块上涨77.61%。其中，我们年初推荐的子板块白酒、啤酒、调味品分别上涨103.82%、44.32%和53.76%，涨幅在各个子板块中居前四。涨幅前四中，除我们推荐的板块外，其他酒类涨幅也较大。

2020年1至3月，我们在年初推荐的米面、肉、乳、调味制品板块期间涨幅分别为30.78%、27.97%、-1.24%和16.76%。我们在年初规避的酒水板块，由于估值较高和疫情影响，白酒、啤酒、饮料等板块分别下跌了9.6%、8.9%、5.3%。

图表 57：食品饮料板块行情



资料来源：中原证券 WIND

图表 58：食品饮料各个子板块涨跌幅

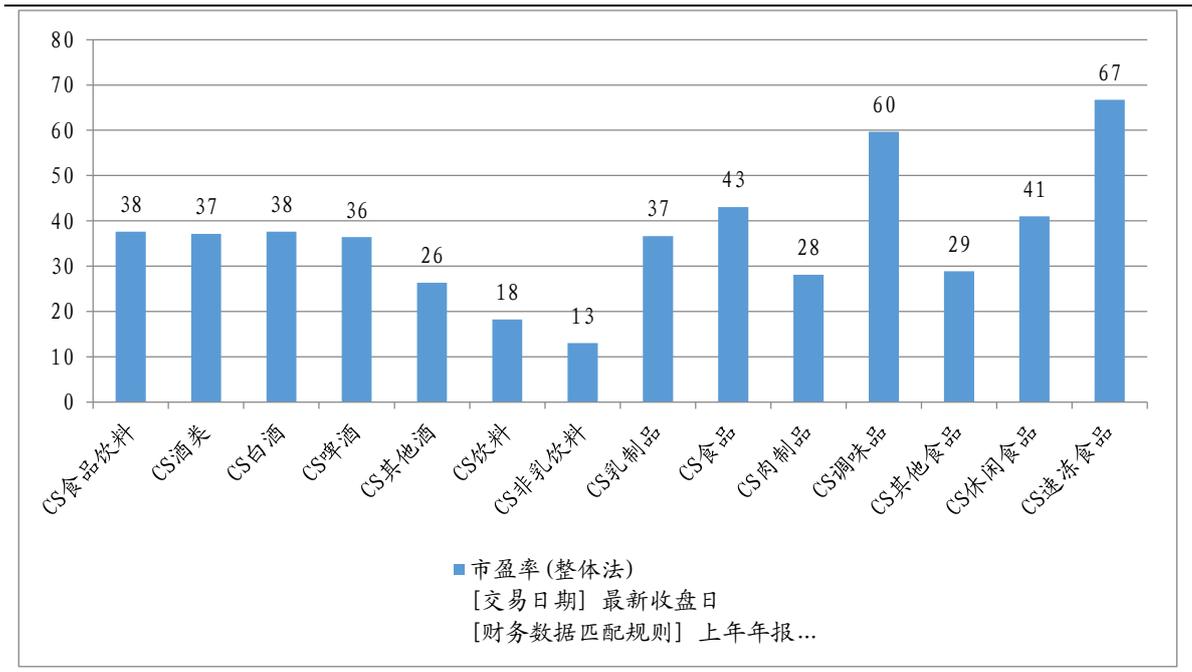
板块	区间涨跌幅(2019-01-01至2019-12-31; %)	区间涨跌幅(2020-01-01至2020-03-31; %)
CS 食品饮料	77.0911	-3.0561
CS 酒类	98.2492	-9.4779
CS 白酒	103.4485	-9.6028
CS 啤酒	44.3232	-8.9418
CS 其他酒	27.1094	-4.4136
CS 饮料	28.7191	-1.9566
CS 非乳饮料	6.4147	-5.2653
CS 乳制品	35.2362	-1.2448
CS 食品	41.5957	18.4639
CS 肉制品	23.1888	27.9683
CS 调味品	51.6302	16.7634

CS 其他食品	19.7232	10.9432
CS 休闲食品	53.1543	18.4558
CS 速冻食品	78.7202	30.7784

资料来源：中原证券 WIND

按照 2019 年 4 月 27 日的收盘价，食品饮料各个子板块的市盈率都已经位于高位，板块继续回调的内在动力较大。

图表 59：食品饮料板块估值（市盈率：倍）



资料来源：中原证券 WIND

4. 投资建议

我们在 2019 年年末曾经判断：2020 年，食品饮料板块的系统性机会并不多，但是仍存在结构性机会，比如：米面、肉、乳、啤酒等板块仍值得关注。2020 年一季度的行情基本验证了我们的判断。

对于 2020 年第二季度以及下半年的投资，我们认为：板块系统性回调的趋势日趋明朗，除了估值较高外，一季报业绩将对板块施加进一步的打压，此外疫情发展至今已经超出了之前的预期。故，米面、肉制品、调味品、乳制品等板块在年内仍将会延续高景气行情，年内境内外充沛的流动性也将助推上述板块的行情。我们继续推荐双汇发展(000895)、克明面业(002661)、安琪酵母(600298)、涪陵榨菜(002507)、中炬高新(600872)、恒顺醋业(600305)、千禾味业(603027)、伊利股份(600887)等，维持上述公司的“增持”评级。

5. 风险提示

食品饮料板块去年涨幅过大，已经聚集了系统性回调的风险，而目前回调幅度非常有限。全球流动性充沛，推涨了资产价格，同时也加大了市场风险，当货币增速放缓之后风险将会逐一暴露。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。